全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



汇添富基金·世界资本经典译丛

秘密黄金政策

为何中央银行要操纵黄金价格？

迪米特里·斯佩克（Dimitri Speck） 著

Geheime Goldpolitik

黄金价格的秘密干预机制正在贬损你我的财富，
了解其作用机制，规避自我财富贬值。

黄金价格的涨落和起伏，看似无常，
实则有其内在的作用机理。

了解基本面、技术面，
还得知悉中央银行对黄金的打压机制。

想要战胜市场，就不得不了解美
黄金和其他货币的三角关系

黄金投资不得不读的指南。

中央银行真的能稳定货币功能吗？中央银行对货币市场的干预恰恰走向了反面。

上海财经大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

早在公元前5世纪，古希腊抒情诗人品达（Pindar）就说过："黄金是宙斯之子。"作为贵金属，黄金见证了从古至今人们经久不衰的贪婪与恐惧、迷恋与困扰。作为与美元、其他货币并驾齐驱的财富标志，黄金本身及其价格走势蕴含着太多的神奇和匪夷所思之处。从某种程度上说，黄金已经超越了其作为天然货币的地位，成为影响世界政治、经济格局乃至走势的一大因素。

作为市场异常点数量化方法研究的专家，迪米特里·斯佩克2001年通过对于黄金交易日分时走势的研究，发现从1993年以来中央银行就对黄金市场进行了系统的干预，干预导致投资者对经济形势和通货膨胀作出误判，形成价值扭曲；干预导致低利率，从而引起了金融泡沫，最终构成了涉及整个世界经济的巨大泡沫。高负债水平对于储蓄和经济发展构成了威胁。

无论是对个人，还是对国家而言，中央银行对黄金价格的秘密干预和操作，因其壮观的历史场面和神奇的情节，在任何时候都具有无法消除的魔力。本书首次揭示了中央银行对于黄金价格的操纵，展示了黄金市场近年来惊心动魄的发展，并用大量的图表详细解释了金融泡沫的作用及其对于货币稳定的影响。

"黄金是金融市场的重要题目，本书对所有黄金迷来说是一本有用的书籍。"《德国经济时报》如是说。



汇我智慧 添您财富

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



汇添富基金·世界资本经典译丛

秘密黄金政策

——为何中央银行要操纵黄金价格？

迪米特里·斯佩克（Dimitri Speck） 著

王煦逸 译



上海财经大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

秘密黄金政策/(德)斯佩克著;王煦逸译．—上海:上海财经大学出版社,2011.8
(世界资本经典译丛)
书名原文:Geheime Goldpolitik
ISBN 978-7-5642-1115-8/F·1115

Ⅰ.①秘… Ⅱ.①施… ②王… Ⅲ.①黄金(货币)-货币史-世界
Ⅳ.①F821.9

中国版本图书馆CIP数据核字(2011)第135320号

□ 责任编辑 李成军
□ 封面设计 张克瑶
□ 版式设计 孙国义
□ 责任校对 赵 伟 卓 妍

MIMI HUANGJIN ZHENGCE
秘 密 黄 金 政 策
——为何中央银行要操纵黄金价格?

迪米特里·斯佩克 (Dimitri Speck) 著
王煦逸 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路321号乙 邮编200434)
网 址:http://www.sufep.com
电子邮箱:webmaster @ sufep.com
全国新华书店经销
上海市印刷七厂印刷
上海崇明南海印刷厂装订
2011年8月第1版 2011年8月第1次印刷

787mm×1092mm 1/16 16.75印张(插页:5) 248千字
印数:0 001—4 000 定价:42.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图字:09-2010-660 号
Geheime Goldpolitik
Dimitri Speck

First published as "Geheime Goldpolitik" by Dimitri Speck
© 2010 FinanzBuch Verlag，FinanzBuch Verlag GmbH，Munich，Germany.
www. finanz buchverlag. de
All rights reserved.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means，electronic or mechanical，including photocopying，recording or by any information storage and retrieval system，without permission in writing from the publisher.

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS PRESS，Copyright © 2011.

2011 年中文版专有出版权属上海财经大学出版社
版权所有　翻版必究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汇添富基金·世界资本经典译丛
编辑委员会

编委会主任	丛树海
编委会执行主任	张 晖 李 文
编 委	黄 磊 袁 敏 韩贤旺 益 智 林 皓 李成军 金德环 田晓军 柳永明 骆玉鼎 周继忠 崔世春
策 划	黄 磊 曹翊君

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总 序

“世有非常之功，必待非常之人。”中国正在经历一个前所未有的投资大时代，无数投资人渴望着有机会感悟和学习顶尖投资大师的智慧。

有史以来最伟大的投资家，素有“股神”之称的巴菲特有句名言：成功的捷径是与成功者为伍！（It's simple to be a winner，work with winners!）

向成功者学习是成功的捷径，向投资大师学习则是投资成功的捷径。

巴菲特原来做了十年股票，当初的他也曾经到处打听消息，进行技术分析，买进卖出做短线，可结果却业绩平平。后来他学习了格雷厄姆的价值投资策略，投资业绩很快有了明显改善，他由衷地感叹道：“在大师门下学习几个小时的效果远远胜过我自己过去十年里自以为是的天真思考。”

巴菲特不但学习了格雷厄姆的投资策略，还进一步吸收了费雪的投资策略，将二者完美地融合在一起。他称自己是“85%的格雷厄姆和15%的费雪”，他认为这正是自己成功的原因：“如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有。”

可见，要想投资成功很简单，那就是：向成功的投资人学投资，而且要向尽可能多的杰出投资专家学投资。

源于这个想法，汇添富基金管理公司携手上海财经大学出版社，共同推

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出这套“汇添富基金·世界资本经典译丛”。开卷有益，本套丛书上及 1873 年的伦巴第街，下至 20 世纪华尔街顶级基金经理人和当代“股神”巴菲特，时间跨度长达百余年，汇添富基金希望能够藉此套丛书，向您展示投资专家的大师风采，让您领略投资世界中的卓绝风景。

在本套丛书的第一、二、三、四、五、六、七辑里，我们为您奉献了**《伦巴第街》**、**《攻守兼备》**、**《价值平均策略》**、**《浮华时代》**、**《忠告》**、**《尖峰时刻》**、**《战胜标准普尔》**、**《伟大的事业》**、**《投资存亡战》**、**《黄金简史》**、**《华尔街的扑克牌》**、**《标准普尔选股策略》**、**《华尔街五十年》**、**《先知先觉》**、**《共同基金必胜法则》**、**《华尔街传奇》**、**《大熊市——危机市场生存与盈利法则》**、**《证券分析》**、**《股票估值实用指南》**、**《货币简史》**、**《货币与投资》**、**《黄金岁月——美国股市中的非凡时刻》**、**《英美中央银行史》**等 46 本讲述国外金融市场历史风云与投资大师深邃睿智的经典之作。而在此次推出的第八辑中，我们将继续一如既往地向您推荐 5 本具有同样震撼阅读效应的经典投资著作。

投资股市正确的理念固然重要，交易策略却也不可轻视。杰西·利维摩尔被很多人认为是迄今为止最伟大的股票交易员。**《像杰西·利维摩尔一样交易》**一书向投资者第一次披露了杰西·利维摩尔这位交易大师卓越的交易系统。本书涵盖了他交易成功的每个技术细节，并说明如何使用这些技术来获得利维摩尔那样的成功。本书也描述了利维摩尔的资金管理策略，包括避免购买廉价股、确立利润目标和在交易前设定止损等。

“通胀猛于虎”，“股神”巴菲特始终认为通货膨胀是影响公司盈利最大的敌人，而通货膨胀同样是个人财富增长的天然大敌。到底有无战胜通货膨胀的良方？本辑丛书中的**《通货膨胀来了——最好的防御措施》**一书将为您讲述如何有效地防御与抗击通货膨胀的侵袭。我们处于一个流动性泛滥成灾的世界。在金融危机冲击下，各国均不同程度地实行了宽松的货币政策，用数以万亿的资金来缓解金融危机造成的伤害，导致目前多个国家面临通货膨胀考验。长期来看，通货膨胀的蔓延会导致国家的破产。本书作者斯特凡·瑞比，著名股票专家和投资顾问，早在 2005 年就预见到了此次金融危机的形成原因及其后果。他从理论和历史发展的角度，阐述了通货膨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胀产生的过程，并且说明了通货膨胀必将成为我们经济生活的常见现象。在此基础上，他还为读者提供了各种对抗通货膨胀的方法和手段，并提出了从通货膨胀中获利的观点。本书不仅是对于通货膨胀现象的警告和分析，同时也为读者提供了应对的种种途径。

作为高贵和奢华象征的稀缺贵金属，黄金见证了从古至今人们经久不衰的贪婪与恐惧、迷恋与困扰。而作为与美元、其他货币并驾齐驱的财富标志，黄金本身及其价格走势更蕴含着太多的神奇和匪夷所思之处。《**秘密黄金政策——为何中央银行要操纵黄金价格?**》一书为我们揭示了各国央行如何对黄金价格进行干预控制和黄金交易背后的故事。从某种程度上说，黄金已经超越了其作为天然货币的地位，成为影响世界政治、经济格局乃至走势的一大因素。本书全面介绍了黄金作为货币的发展历史，特别是详细介绍了 20 世纪 60 年代以来，各国央行对于黄金价格的干预。本书系统地分析了黄金在当今世界货币体系中的地位作用，为读者了解黄金交易的机制提供了不可多得的观察视角，使得读者能够更全面深入地了解黄金交易的内幕，从而能够为读者进行黄金交易提供有效帮助。

成功者总是让人景仰，资本市场上那些纵横捭阖的风云人物从来不会被人真正遗忘。《**资本之王——花旗集团的缔造者桑迪·威尔**》就是这样一本讲述美国花旗集团这个牵动着世界经济主脉的金融王国的缔造者——桑迪·威尔非凡人生和传奇经历的好书。身为花旗集团曾经的总裁和首席执行官，桑迪·威尔是华尔街备受推崇的灵魂人物，他眼光睿智、能力惊人，是具有坚毅管理性格的产权交易大师。他不会让任何事情成为资本成功运作的绊脚石，凭借着自己铁一样的手腕，最终使花旗集团以前所未有的方式主宰了整个金融界。在以残酷和冷血著称的美国商界奋战达四十年之久，桑迪·威尔不仅赋予了“交易”一词一个全新的定义，而且逐渐成为了产权交易的化身，被誉为“资本之王”。本书对桑迪·威尔的职业生涯以及花旗集团创建历程进行了回顾与反思，作者将亲身采访所掌握的大量的第一手资料凝注于笔端，围绕着威尔事业生涯中的标志性事件进行近距离观察，深刻地勾画出了花旗集团创建的历史长卷。桑迪·威尔的传奇经历对华尔街、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融界乃至全球经济都将产生持久的影响。本书语言新鲜而深刻、内容丰富，见解深刻独到，情节生动有趣，人物形象逼真，必将带给读者不可多得的阅读快感。

在大牛市一飞冲天的财富效应面前，相信几乎没有人能抗拒得了那种让人怦然心动、血脉贲张的刺激诱惑。牛市的流金岁月总是如此的令人深深缅怀和感叹不已。《**大牛市**(1982～2004)——**涨升与崩盘**》一书追溯了20世纪80年代以来的美国超级大牛市的历史演进。从“滞胀的泥沼”跋涉而出的美国经济喘息甫定，不知不觉之中20世纪最后一场大牛市却悄无声息地拉开了帷幕。王牌分析师、明星基金经理、野心勃勃的企业巨子、初露锋芒的投资圣手、华尔街的金融巨鳄和资本市场的守夜人悉数登场，各显神通，企图把握和左右扑朔迷离的市场走向。成千上万的普通投资者也被卷入巨大的“创富”漩涡，泡沫飞速膨胀，危机时隐时现……作者以其生动的笔触将这一场惊心动魄、波澜壮阔的历史活剧呈现在读者面前，让我们得以领略追怀那场逝去的大牛市的绝世风采和留下的宝贵经验与教训。

投资者也许会问：我们向投资大师、投资历史学习投资真知后，如何在中国股市实践应用大师们的价值投资理念?

事实永远胜于雄辩。中国基金行业从创立至今始终坚持和实践价值投资与有效风险控制策略，相信我们十多年来的追求探索已经在一定程度上回答了这个问题：

首先，中国基金行业成立十余年来的投资业绩充分表明，在中国股市运用长期价值投资策略同样是非常有效的，同样能够显著地战胜市场。几年来我们旗下基金的优秀业绩，就是最好的证明之一。价值投资最基本的安全边际原则是永恒不变的，坚守基于深入基本面分析的长期价值投资，必定会有良好的长期回报。

其次，我们的经历还表明，在中国股市运用价值投资策略，必须结合中国股市以及中国上市公司的实际情况，做到理论与实践相结合，勇于创新。事实上，作为价值型基金经理人典范，彼得·林奇也是在总结和反思传统价值投资分析方法的基础上，推陈出新，取得了前无古人的共同基金业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后，需要强调的是，我们比巴菲特、彼得·林奇等人更加幸运，中国有持续快速稳定发展的经济环境，有一个经过改革后基本面发生巨大变化的证券市场，有一批快速成长的优秀上市公司，这一切将使我们拥有更多、更好的投资机会。

我们有理由坚信，只要坚持深入基本面分析的价值投资理念，不断积累经验和总结教训，不断完善和提高自己，中国基金行业必将能为投资者创造长期稳定的较好投资回报。

“他山之石，可以攻玉。”十几年前，当我在上海财经大学读书的时候，也曾经阅读过大量海外经典投资书籍，获益匪浅。今天，我们和上海财经大学出版社一起，精挑细选了上述这些书籍，力求使投资人能够对一个多世纪的西方资本市场发展窥斑见豹，有所感悟；而其中的正反两方面的经验与教训，亦可为我们所鉴，或成为成功投资的指南，或成为风险教育的反面教材。

“辉煌源于价值，艰巨在于漫长。”对于投资者来说，注重投资内在价值，精心挑选稳健的投资品种，进行长期投资，将会比你花心思去预测市场走向、揣测指数高低更为务实和有意义得多。当今中国正处在一个高速发展的黄金时期，站在东方大国崛起的高度，不妨看淡指数，让你的心态从容超越股市指数的短期涨跌，让我们一起从容分享中国资本市场的美好未来。在此，汇添富基金期待着与广大投资者一起，伴随着中国证券市场和中国基金业的不断发展，迎来更加辉煌灿烂的明天！

张 晖
汇添富基金管理有限公司投资总监
2011 年 7 月 28 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者序

为了避免世界经济进入萧条的阶段，2008 年金融危机后，各国政府都出台了救市措施，通过提供政府救助、政府担保和政府直接支出来拉动经济，以保持经济发展的速度，在史无前例的大规模救市行动影响下，世界经济避免了全面萧条。同时，救市措施也带来了负面影响，就是通货膨胀和债务水平高涨，如何在不影响经济发展的情况下消除债务，目前还没有一个根本的解决办法。人们对于当前“纸本位”的货币体系信心下降，这会进一步推高通货膨胀。

在上述情况下，我们自然而然想到了黄金，黄金这个最早的货币是否可以帮助我们解决面临的问题。目前黄金价格已经超过了每盎司 1 500 美元，在一定程度上体现了它的保值性，但它是否能够起到削减债务、稳定经济的作用呢？本书全面介绍了黄金作为货币的发展历史，特别介绍了 20 世纪 60 年代以来，各国中央银行对于黄金价格的干预，系统地分析了黄金在当今世界货币体系中的作用，为读者了解黄金交易的机制提供了不可多得的观察视角，使得读者能够更全面地了解黄金交易的内幕，从而能够为读者进行黄金交易提供帮助。同时，作者也对于黄金对货币体系的作用进行了分析，说明了黄金在金融体系中的作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书的翻译得到了我学生的大力帮助，特别是中国银行上海分行的史雯婷硕士、我的硕士生董雪梅和毛瑜婷，没有他们的大力帮助，本书是无法及时出版的。同时我也要感谢上海财经大学出版社李成军编辑，他的努力是本书能够尽快面世的关键。

最后，希望各位读者在阅读过程中能够得到一些启发，从而为你的生活增添乐趣。

王煦逸

2011 年 5 月 27 日于同济大学中德学院

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前言

回顾2008年，金融危机令人摒息，股市下跌，不仅仅是不理想的股票无人问津。人们在不再得到信任的银行前排起长队，出于恐慌而挤兑，害怕金融体系完全崩溃。人们把存款转移到安全地点，转换成国债和黄金。

黄金？第二次世界大战以来，也可能是20世纪30年代大萧条以来最严重的金融危机，正以无法控制的速度蔓延。而中央银行家和政治家以几乎同样的速度采取了规模达几千亿美元的救市措施。机构投资者和私人储户将投资转向国债和黄金。国债发行量达到极端水平，以至于部分为零利润率。人们放弃利息，只为了投资的安全。而金价怎么样呢？在下降（见图1）！

近年来市场上流传着这样一种传言：中央银行会压制金价；他们为了避免金价出现失控上涨的情况，甚至会为此把部分黄金库存投放到市场上。因为在之前的危机中，例如俄国危机或20世纪90年代对冲基金长期资本管理公司的破产危机，尽管当时市场上充满着恐慌情绪，黄金却一反其“安全港”的角色，价格下降。

这种传言产生的另一个原因是极为引人注意的短期金价走势。金价总是（包括现在笔者写下这几行文字的时间里）会向石头一样下落，几分钟内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

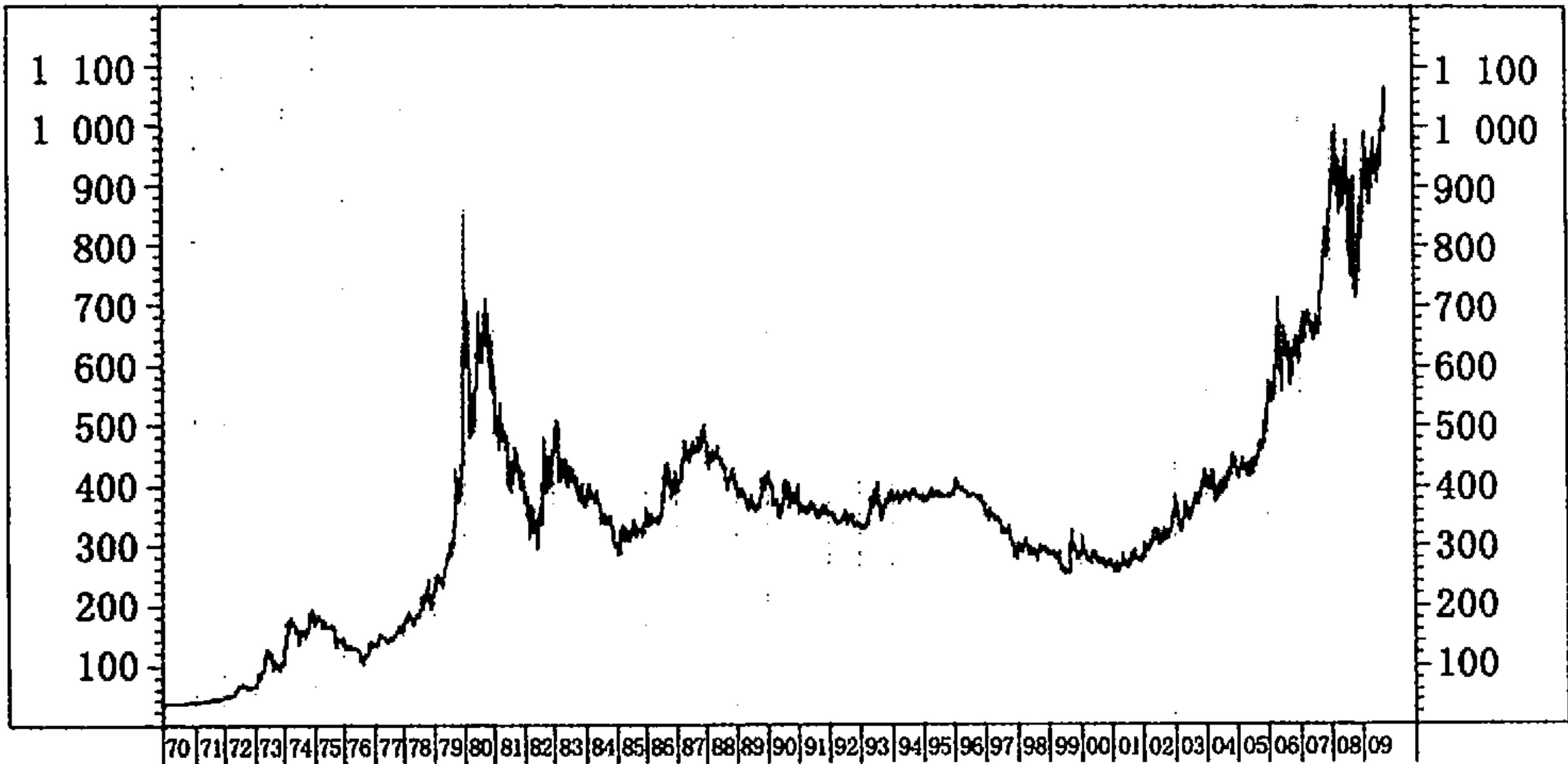
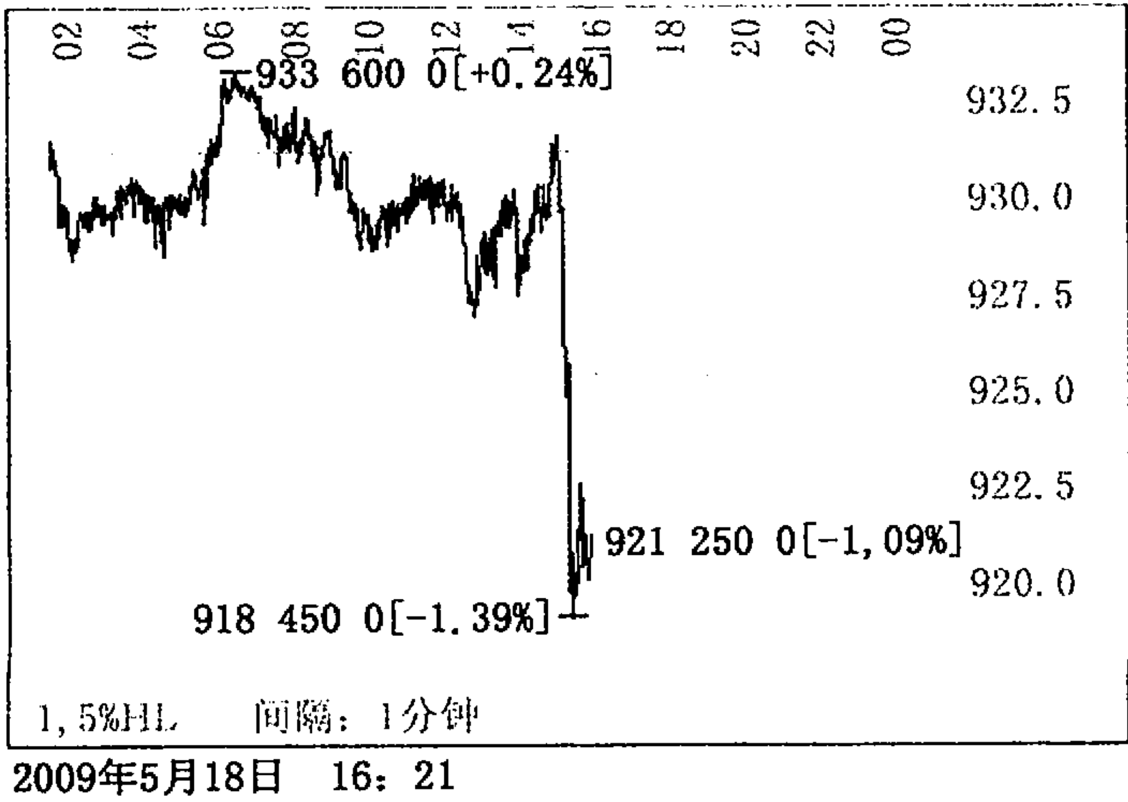


图 1　1970 年以来的金价走势，单位：美元/盎司（1 盎司＝31.1 克）

降幅达 10 美元甚至更多（见图 2）。没有任何外部因素，甚至没有在任何一个市场上出现与此一致的剧烈波动（否则是可以理解的）。



来源：商业银行网上银行（Comdirect Bank）。

图 2　在撰写上一段落的时间里，金价的日内变动

然而，中央银行怎么可能压制金价呢？他们持有大量黄金，本应该对价格上涨感兴趣，这会成为他们的收益，因为中央银行也得对受委托管理的“黄金储备”进行既安全又有收益的投资。由此产生一个问题，人们是否可以长期采取这种做法，而不把它列为人所共知的政策。很多人参与其中，不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是很难隐藏吗？另外，有这样一种假设，即定期的金价干预其实是众多故事之一，在这些故事中，投资者做了错误的投资决定或者没有达到预期，试图把他们的责任推到其他人身上，这里是推给强大的中央银行。

中央银行不仅公开地而且秘密地对市场进行投资。在外汇市场上，人们逐渐认识到这一点，但对于黄金市场也是如此。另外，中央银行有时会交给私人机构一些任务，这些机构出于自身利益追求同样的目标，这样合作的例子包括接管不稳定的银行。以这种方式可以减少直接参与的人数，因为不是每一个协助干预的人都知道他们参与了干预。

然而，长期实施的干预措施会留下痕迹，特别是体现在价格上。因为价格是干预的直接目标，它会对这些干预有所反映，所以价格成为识别干预行为的基本研究对象。此外，我们认为，干预行为也会在资产负债表中留下痕迹。一些在私有经济中强制归属于资产负债表中的项目，却没有出现在中央银行的资产负债表中。另一种形式的线索是中央银行家的言论，他们关于黄金政策的动机和干预手段的一些看法会公之于众。

我们追随这些线索，可靠的资料来源是所有重要结论的基础。为了完整描述这种情景，我们只是顺便提一下市场上的传言，尽管事实上可能存在更多诸如此类的说法，这里阐述中央银行作为黄金市场上最有势力的参与者的情况。我们即将看到，在多年来的干预下，这些黄金干预政策是怎样发挥作用以及是为什么目标服务的。

然而，黄金干预政策并非对其他领域毫无影响。在每一种市场干预下，人们采取的一些措施，会在其他地方引起完全无意的、不希望发生的结果，这一点同样适用于对黄金的干预。自 20 世纪 90 年代起，它就成为金融框架中的影响因素，曾是造成美国经常项目高额赤字的原因之一。它使高额负债成为可能，全世界范围内包括国家、私人和经济领域在内的所有部门的负债水平可能创了最高纪录。

高额的、可能无法再降低的负债水平反过来是世界经济本身的问题。一方的债务总是与另一方的债权相对应的。因此，从整体经济角度看，在不造成损失的情况下，负债水平不会轻易降低。两种完全相反的情形都会对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济造成打击：通货紧缩或通货膨胀。在通货紧缩时期，债务人无法还债，经济崩溃。2008 年的金融危机就面临这种危险，只是通过大量的国家支持措施得以避免，但又面临通货膨胀的威胁。虽然市场疲软，但债务水平没有下降，反而按照惯例增长。因为通过国家担保避免银行破产倒闭之后，不仅阻止了债务下降，而且导致了新增贷款。原有的问题没有解决，很可能导致较长的疲软期或者下一场危机。

我们生活在一个惊心动魄的时代。世界范围内债务水平之高在和平时期史无前例。历史上，很高的债务水平多会引起金融危机以及经济危机，继而引起政治、社会和世界观的改变。黄金干预引起金融泡沫，金融泡沫又是我们将要面临的金融危机以及经济发展的先导。黄金是以信用为基础的货币对应物，它与负债无关并且不会因通货膨胀贬值，是中央银行主要管理对象——纸币——的天然对应物。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“……如果国库在市场上出售黄金,将会怎样?”——美国联邦储备委员会主席艾伦·格林斯潘(Alan Greenspan),1993 年 5 月

“我们可以轻而易举地维持金价。”——美国联邦储备委员会理事会理事维尼·安杰尔(Wayne Angell),1993 年 7 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　录

总序/1

译者序/1

前言/1

为什么是黄金/1

20 世纪 90 年代初的危机——英镑和欧洲货币体系危机/5

20 世纪 90 年代后期的危机——墨西哥、亚洲和俄罗斯/7

危机中黄金特有的表现/10

日间黄金特有的表现/17

第一批统计研究/20

统计验证和黄金干预的时间标注/24

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1986～2009 年间的金价日间变动/28

不一样的黄金/34

黄金干预手段Ⅰ:抛售/36

金价干预的手段Ⅱ:黄金借贷/40

黄金套息交易/43

私人银行和中央银行的合作/45

露馅：中央银行也是人控制的/48

缄默的会计账户/50

不可思议的黄金数量增长/53

德意志联邦银行贷出了多少黄金/56

全球贷出的黄金有多少/62

金价干预手段Ⅲ:期货市场干预/75

黄金互助基金和截至 **1993** 年的金价干预/80

1993 年 **8** 月 **5** 日 **8:27**:系统性黄金干预的开始/89

决定性的美联储会议/94

格林斯潘考虑黄金干预/102

黄金降价的阶段/110

冲击和恐吓/114

2008 年金融市场危机/123

强势美元的出台与德意志联邦银行黄金的匿迹/127

谁在干预/131

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2001 年 5 月 18 日 12:31:一件令人百思不解的事/145

打压金价的影响/153

一个满是泡沫的神奇世界/161

从小水泡到巨大的泡沫/168

货币还是贷款/186

未来可能面临的局面/195

回归黄金/218

致谢/223

附录/225

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么是黄金

几百年来，人们把金或银与“货币”这个概念联系在一起。人们大多直接用贵金属支付，例如含银的铸币。然而，人们也常常使用与黄金挂钩的纸币，这是“金本位”时的情况，人们不用有形的黄金进行支付，而是把每种货币单位(例如“美元”)以规定数量的黄金定义，并可以与其兑换。接下来便是超出想象的以“纸币”支付的阶段，历史上只有很少且时间、地域有限的货币不以商品为基础的插曲。今天，确切地说是20世纪70年代以来，世界范围内都把仅基于抽象的单位债权的纸币作为支付手段。除了和其他同等形式的债权相交换，这些钱别无他用。

“美元”、“日元”或者“欧元”可以行使货币的职能，因为它的生产过程受到限制，数量有限。历史上曾出现这样一种趋势，即列举以金或银为基础的货币体系的不足。因此，人们常批评使用贵金属作为货币的做法，并把贵金属称为“未开化的遗迹”或是“无用的金属”。“钱又不能当饭吃”这样的谚语就暗示了这种主观的无用论。

不足之处在生产环节便已显现，因为人们必须以很大的投入来开采黄金。这会使环境以令人担心的规模受到污染，此外，黄金的分布由于历史和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地理原因区域差异极大。同时黄金的储量有限，以至于不能满足不断增长的经济的“需求”，或者是不断泛滥的国家预算的需求(黄金的支持者恰好视这一点为优点)。

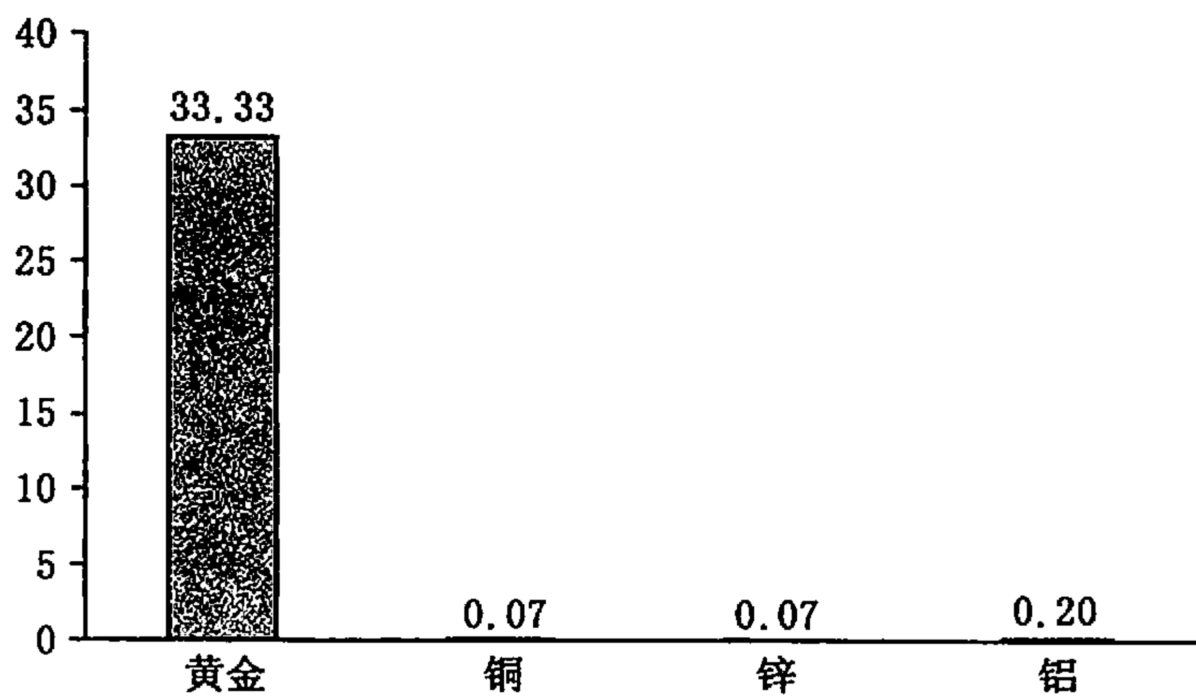
如今，黄金不再是支付手段，在外贸和国家之间的大宗交易方面也不再起作用，但它仍作为财富的代表被人们持有。对个人而言，多以铸币或金条的形式存在(一些地区也以首饰的形式存在，前提是首饰在这些地方不比金属的价值贵)。中央银行储存着更大数量的黄金，官方数据称接近 3 万吨，是这种金属年消费量的好几倍。

这里需要指出黄金和其他商品的一个重要区别。因为值得一提的是，这种财富代表的功能也可以在白银的身上找到。据估计，迄今为止开采了大约 16 万吨黄金[1]，其中大部分现在仍可使用。当前的金矿年产量约 2 300吨，年消费量(工业、首饰和牙科)约2 600吨。因此，至今已开采的黄金足足是年消费量的 60 倍，这是一个非常高的比例。在其他商品的存货只够几个月需求的情况下，人们却可以让黄金生产停止几年但依然能够满足需求。两大最重要的货币职能中，黄金只失去了交换手段职能，储藏手段职能仍然保留。图 3 显示了不同金属储量和产量的关系。尽管这些值只是估计值，受经济周期的影响剧烈波动，同时也受定义的影响(首饰用金是存金还是已经消耗的金)，但能显示黄金与其他商品相比极为重要的作用，图 3 强调了这种差异(这里把已开采的黄金的一半作为存量)。

黄金和其他的货币投资形式也不相同。人们也可以通过股市和房地产保值增值，但是与黄金相比，这些投资方式缺乏流动性，并非长久安全以及不受其他风险的影响，是企业家倾向选择的方式。黄金与金融资本，如债权、债券和信用贷款，也不尽相同。因为这些情况下货币不再有商品作基础，而是依赖于债务人的还款。即使在中央银行体系下，人们也不需要担心他们的钱失去价值，因为不管哪里突发变化，这种依赖性总是能够转移到国

[1] 对黄金的估计是很不可靠的。人们只能大致地估计历史上的开采量、账目中记载的生产量、在这沉默的市场中真正的交易量，以及个人和机构的真正持有量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来源：国际铅锌研究小组（ILZSG）、国际铜业研究组织（ICSG）、地理调查局、国际铝协会。

图 3　金属：世界范围内存储量和产量的关系（2008）

家层面上，但是，如果国家不能或不想完成相关的任务，货币还是将马上失去价值（这在过去是经常发生的）。

通过开采来增加黄金的数量是非常困难的。在这一点上，黄金与基于债权的金融资本不同，因为金融资本可以通过增加负债来创造，这有通货膨胀的风险，每单位货币会贬值。区别于“纸币”，黄金既不依赖于债务人的意愿和财富，也不会贬值。这些特征使得黄金独一无二，成为坚挺的保值手段以及货币政策和中央银行政策的调控对象。黄金是跨越国家并且独立于国家的货币，它不依赖于社会保持币值稳定的能力，在通货膨胀时期也保持真实价值。如果一个国家或者其货币崩溃，黄金的价值不会消失。古希腊罗马时期的黄金到现在还是有价值的，而大多数 100 年前流通的某国货币已毫无价值。作为独立于国家的货币，黄金与当今中央银行负责的纸币形成直接的竞争。如果金价上升，投资者和储蓄者就会认为，货币疲软，有通货膨胀的危险，或者他们会担心更严重的情形，例如由于银行倒闭而血本无归。

反过来，如果金价不上涨，就会唤起人们的信任。最为人熟知的物价指示器没有发出警报，通货膨胀预期就会降低。但是在金融市场的紧张和危

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机时期,金价的上涨也起到镇静剂的作用:没有充分的理由要强制维稳,危机看起来不严重。金价不上涨或者不是失控的上涨也可能符合中央银行的利益,他们有足够的黄金储量遏制上涨,其保险柜中储藏着几倍于年消费量的黄金。但是中央银行是否直接参与遏制金价在危机时期上涨的活动?我们首先来观察一下20世纪90年代以来的金融危机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20 世纪 90 年代初的危机
——英镑和欧洲货币体系危机

金融危机和货币危机经常会遵循相似的模式。一个共同的特征是,危机的根本原因早在多年前就已经存在,产生危机的原因和危机的爆发大多没有密切的时间关系。这个观点并不流行,因为它令人不安,剥夺了人们对危机的幻想:危机是可以轻易避免而且轻易克服的。在通常情况下,因为长期遗留错误造成问题的堆积,从而在危机中爆发出来。

通常,政治家们在危机的前期都倾向于用简单的方法来解决问题。无论在民主社会还是专制社会的政治家们,甚至于单个的经济主体(个人和企业)都喜欢采取短期内能生效的措施,即使这些措施以后得花费巨大的代价纠正。此外,还会出现过高的投资价格,尤其在股票和房地产领域,这些都不需通过增加实际生产,就能增加账面财富,因此要避免此类泡沫也并非易事。泡沫往往存在于整个金融危机中,直到危机结束时才随着令人心痛的价格调整破灭。此类泡沫的产生大多会伴随着负债的增加,因而这也是物价上涨的推动力,因为赊购会刺激价格上涨。

尽管 20 世纪 90 年代的金融危机影响遍及全球,但它的主要影响仍有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

区域局限。对于受到危机影响的国家这是一段异常痛苦的时期，1992 年 9 月英国的英镑危机上了报纸头条，引起了极大的轰动。在欧洲货币体系框架中，英镑是和欧洲的其他货币紧密联系的，这将会导致英镑相对于英国的经济被高估。政治家和中央银行的银行家虽不愿如此，但他们却未对此采取相应的行动（另外，在德国刚统一及欧洲货币统一正处于准备阶段的情况下，欧洲货币体系承受了巨大压力）。

然而，包括乔治·索罗斯在内的一些基金经理，意识到了英镑被高估，并做空价值几十亿美元的英镑。他们卖出英镑并促使英国人放弃坚挺英镑，英镑贬值了，基金获得了巨大的盈利，结果他们却被指责应当为金融危机承担责任。人们应该还能回忆起，该基金后来回购了同样数额的英镑。如果危机产生的原因在基金，那么在基金回购英镑后，英镑价格应该回到初始水平。而事实并非如此，因此基金只起到了推波助澜的作用，真正的原因其实在汇率本身。相对于英国的经济，英镑被严重高估，但一些政治家却不愿承认这一事实。

在这次操作中，索罗斯获利几十亿美元，因为他意识到了这个政治家迟迟未解决的估价错误。因此，他又被人们称为“击败英格兰银行的男人”。不过通过此事，索罗斯也向政治家们展示了他力量的极限。基本经济法则，如供给和需求法则，并不能通过行政命令废除，然而并非所有的政治家都在该法则的范围内采取行动。更确切地说，欧洲货币体系危机引发了这样一种观点，即对于市场的干预最好要秘密进行。如果诸如索罗斯之类的投机者们并未意识到市场干预的方向，他们就不可能针对市场干预进行操作，干预才更可能取得成功。

欧洲货币体系危机在此不仅是按时间顺序上演的周期性金融危机，而且还有一个重要原因：正如我们所看到的，这次危机发生在金价干预前的 10 个月。由此可见，政治家和银行家们仍处于货币危机的阴影之下。无论如何他们都会尽可能秘密地对金价进行干预。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20 世纪 90 年代后期的危机
——墨西哥、亚洲和俄罗斯

1994 年 12 月又发生了一场货币危机，人们通常会称之为墨西哥金融危机。墨西哥的货币比索和美元挂钩，与英国的情况一样，当时相对墨西哥的经济状况比索被高估。再加上墨西哥政局动荡，比索承受了巨大的贬值压力。货币危机产生于经济危机之后，国际货币基金组织将这次金融危机视为新型危机，并称之为“21 世纪的第一次金融危机”，并为其发放了数十亿美元的救助资金。

美国通过外汇平准基金（Exchange Stabilization Fund，ESF）也对墨西哥进行了资金救助。由美国政府控制的外汇平准基金建立于 1934 年，主要作用是稳定美元和外汇市场，它的运作通常情况下相对独立且秘密进行。在救助比索的行动中，外汇平准基金却受到了极大关注，因为在它的帮助下，美国政府绕过了拒绝救助墨西哥的国会。许多美国政治家认为，美国的援

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

助基金没有义务援助别的国家。[1] 另外，外汇平准基金对于黄金政策也有重要意义，一些观察家猜测，外汇平准基金是黄金干预的参与者，因为外汇平准基金有法定的理由对外汇和黄金市场进行干预，以后还会出现更多此类情景。

接着，在 1997 年又发生了亚洲金融危机，危机的模式与之前的英国和墨西哥金融危机相似。一些亚洲国家的货币和美元进行了汇率绑定，7 月这些国家又不得不放弃和美元的汇率绑定，以至于其股票行情急剧下降，大量的银行倒闭，面临着一场严重的经济危机，要控制这场经济危机异常艰难。在这之前这些受经济危机影响的国家都经历了巨大的经济腾飞，如泰国、印度尼西亚和马来西亚，在这些国家经济发展过程中信贷也随之增长，产生了泡沫。另外，银行因坚信货币的稳定性而持有大量的外币负债，显然在这里的经济危机也只是纠正了之前的畸形发展。

由于亚洲经济危机，全球市场参与者更会批判性地看待所有发展迅速的国家，并更注重于投资安全。而亚洲经济危机也为俄罗斯经济危机埋下了伏笔，因为卢布也和美元进行了汇率绑定。1998 年绑定不得不被解除，一场严重的经济危机随之而来。俄罗斯持有大量的美元负债，美元相对于俄罗斯本国货币已大幅升值，以至于负债的偿还更为艰难。俄罗斯在银行和国家财政方面的问题极其严重，通货膨胀加剧，人民因财富缩水而变穷，股票价值损失达 80%。

这些例子首先明确了一点：经济危机和金融危机往往不是当前的错误决定造成的，而是由长期积聚的畸形发展所致。经济危机之前常常会先出现信贷泡沫，同时房地产和股票价格也会急剧上升，更确切地说信贷增长的幅度比经济发展的幅度更大。上述例子中的运作机制都伴随着货币的汇率绑定，固定的兑换率会促进国外投资，似乎会使得投资更稳定，事实上却暗藏着外币负债剧增的风险。两者都能促进经济增长，却承受着过度信贷的

[1] 早在 20 世纪 30 年代就出现了这种情况，参见 Bordo, Michael; Humpage, Owen; Schwatz Anna: “The Historical Origins of U. S. Exchange Market Intervention Policy” (NBER Working Paper 12662), 2006, http://michael.bordo.googlepages.com/w12662.pdf, S. 20。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

压力。信贷激增往往伴随着经常项目赤字、贸易和服务逆差加剧，这些赤字又得通过借外债偿还，也就是说，这些国家的消费要远远大于生产。显然这种发展趋势无法永久维持下去，然而所有的社会成员，不管是个人、企业还是政治家，都倾向于此。这种发展方式初始时确实有很多好处，经济增长了，房地产和股票价格也升高了，这些优势可以持续好几年。不过这些增长都是通过信贷支付的，整个社会的负债也会随之增加。

这些危机对于黄金政策在很多方面都有重要意义。一方面，危机虽然最后集中影响了几个国家，但是有时候也可以作为适用于全球的模式，因为最近的几十年负债相对于实体经济(如国内生产总值)过快增长的现象已遍及全球，有可能为了短期的利益而导致潜在的更大危机。另一方面，黄金对于美元的意义如同美元对于比索和卢布的意义，而且危机发生在 20 世纪 90 年代，许多黄金干预行为也正好在这个时代发生，货币政策制定者受到了危机影响。除此之外，金价的表现也为黄金干预政策提供了证据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

危机中黄金特有的表现

首先，黄金不是一个好的投资项目，它的行情保持几十年不变，与此同时，房地产、债券和股票却不断盈利或者价格上涨。与广为流传的观点相反，在适度贬值时期，黄金并不会稳定币值，但当威胁币值稳定的风险加强时，情况截然不同，此时黄金的保护功能发挥作用，因为它既不依赖于支付承诺，又不会贬值。在存在支付风险的金融危机和比较剧烈的货币贬值情况下，黄金将发挥保护作用，对此，人们曾经做过统计研究。[1]

一旦人们担心他们投资的安全和价值，他们就会选择安全性。他们惊慌地卖出可能贬值或是变得一文不值的东西，转而把钱投资于他们觉得安全的地方。我们现在首先看一下，黄金在 1988 年俄罗斯经济危机中有何表现。人们认为此次危机非常严重，因为它造成了广泛波及整个世界的影响。不良债务人的债券属于投资者回避的不安全的投资，美国对冲基金“长期资本管理公司”(简称 LTCM)因此陷入困境，因为它通过高额的外来借款达成

〔1〕 Jastram, Roy: “The Golden Constant: The English and American Experience, 1560—1976”, New York, 1977.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

套息交易。金融系统面临崩溃,美国中央银行(美国联邦储备委员会)为了避免连锁反应而采取拯救行动。

1998 年 7 月初至 9 月末,美国股市下跌约 20 个百分点。同期国债大幅上涨,因为人们将其看作“安全港”。黄金怎么样呢? 总体来说它几乎没有波动,分阶段观察其价格甚至下跌。好像它不是安全的投资,而是像不良债券一样不安全。图 4 显示:以美元计价一盎司黄金的价值变化、十年期美国国债投资的价值变化和以道一琼斯指数衡量的美国股市价值变化。

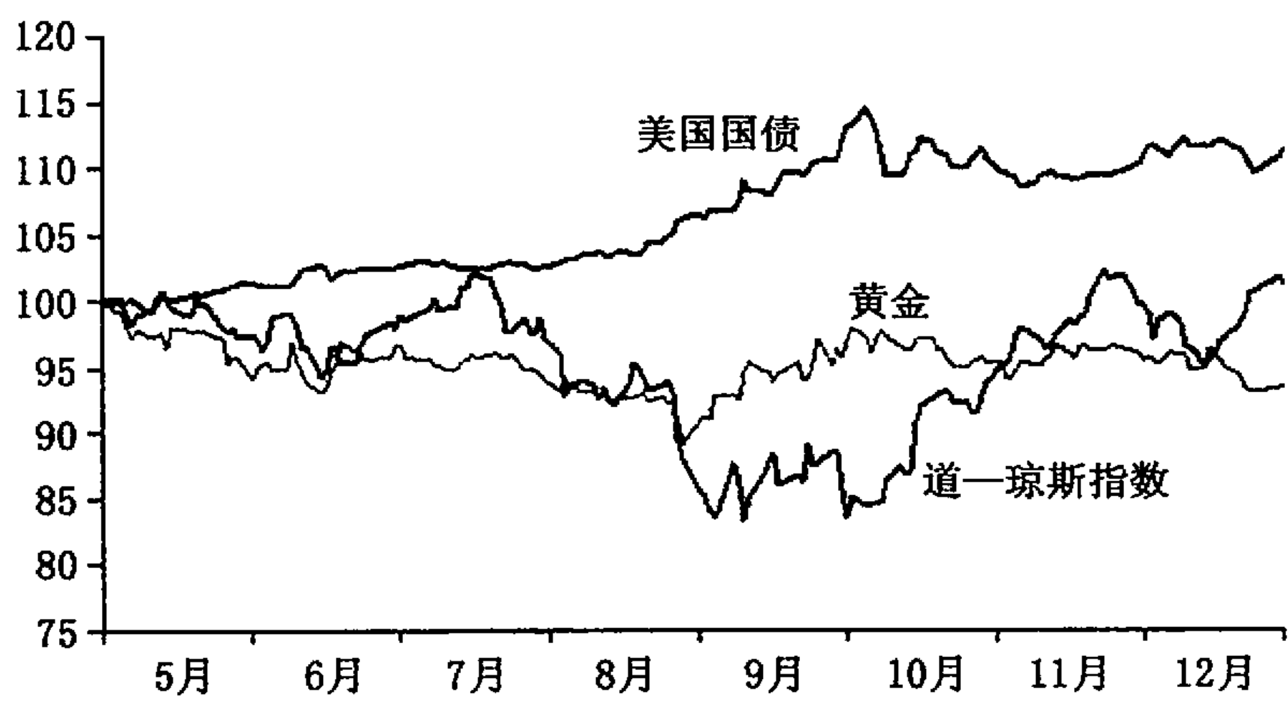


图 4　1988 年黄金、美国国债和道一琼斯指数走势

非常明显的是,黄金不但未从严重的危机中获利,而是完全相反,它和股票一起下跌。当然黄金既不是退出了“安全港”的角色,也不存在导致价格下跌的传统市场因素,如获利抛售。但为什么在市场追求安全性的时候,偏偏会发生这种情况? 对于个别情况,不能完全排除传统市场因素,因为有时在整个金融市场的危机中,无论在何种价格水平,人们都急需流动性,继而出售一切,包括黄金。但这种情况确实极为少见,另外一种可能的情况是,有针对性的、由中央银行推动的黄金出售应该影响市场的平静,以减弱危机,使投资者免受恐慌不断加剧的影响。

为了更好地估计危机情况下黄金价格微弱变动的原因,我们将进一步分析金融危机。对此,我们不仅要进一步研究已经过去的金融危机,也要涉及出现问题的金融市场时期。人们不是总能够通过外部特征(例如政治的)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明确识别金融危机;另外它们总是持续数月,而市场上的恐慌只持续几周。这些存在问题阶段的一个明显特征是股市急剧下跌。

为了鉴别它们,我们使用手工的方法,它们在这里足够合适并且能够避免自动化方法的潜在问题,例如特定时期内特定下跌百分点的计量问题,这种下跌可能会引起微弱的危机,但也可能在波动的危机情形中引起多种顾虑。我们手工选择涉及的大幅下跌,选择时非常重要的一点是,下跌很快发生并且和之前的走势相比达到了很明显的程度。这种非常典型的下跌和投资者的不确定感、对危机的印象以及不断形成的恐慌相联系。图 5 给出了 1993 年 8 月 5 日～2007 年 9 月 7 日的道一琼斯指数变动趋势。开始时间与系统干预金价的时间一致(后面我们会注明日期),截止到最新的干预措施和最新的金融危机之前(这些我们将单独分析)。

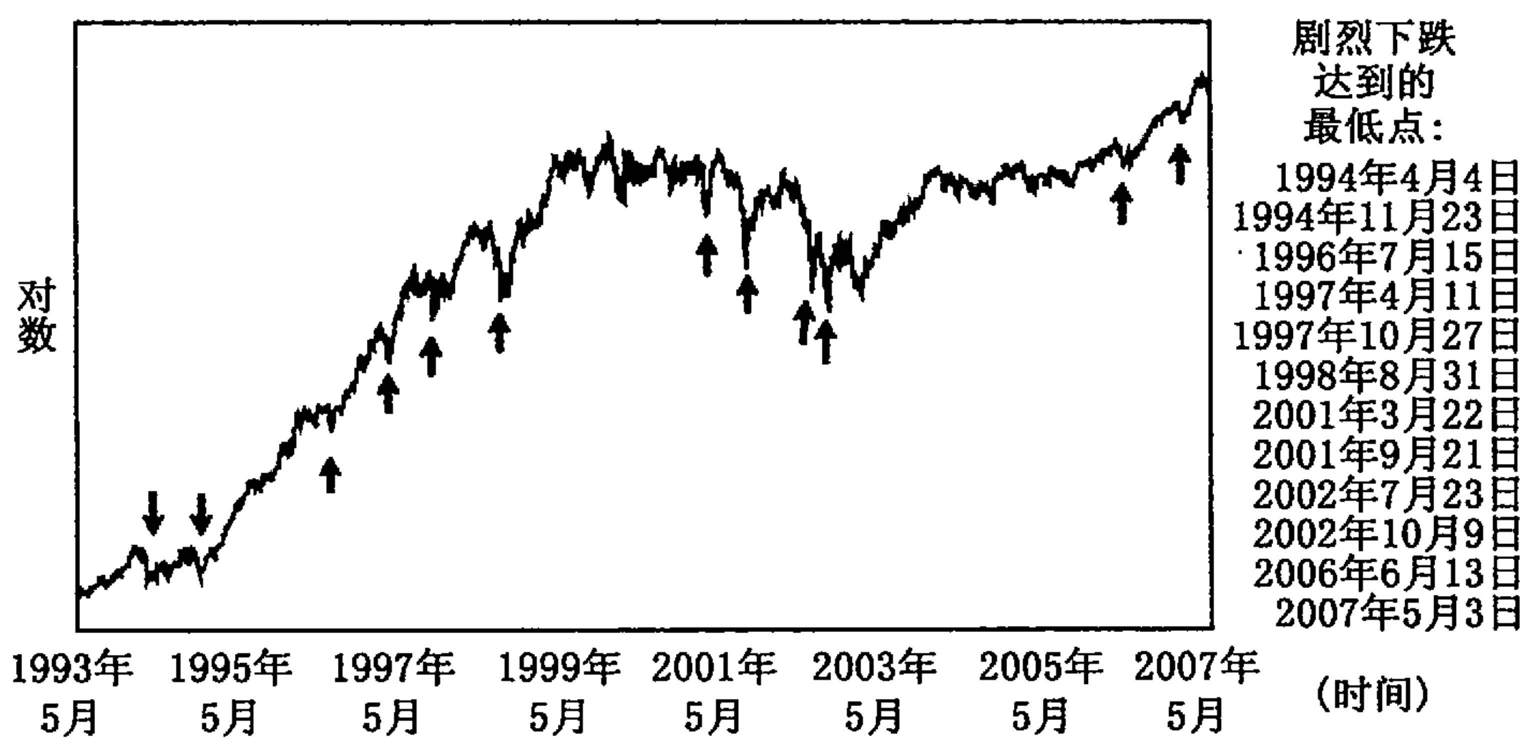


图 5　道一琼斯指数——剧烈下跌

图 5 中标示的是从市场困难时期中挑选出的 12 个最低价格。在 12 次大幅下跌过程中,股市在这些日期跌至最低点,这也应该是恐慌情绪最强烈的时候。是什么引起每个个案的下跌,这里不做讨论,接下来从个别到一般地研究市场一般是如何表现的,对此我们做一个中值观测。

每一次行情暴跌的最后都标出了最低价格出现的日期并作为时间节点,这意味着,对每一个最低价格都选取它出现前后的走势并且给出所有 12 次事件的走势。所以这里给出最低点前后各 3 个月的所有 12 个暴跌时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期的走势图。图 6 给出了详细的结果,呈现了有关 12 个暴跌期历时 6 个月的道一琼斯指数走势,即股票市场典型的回调走势。

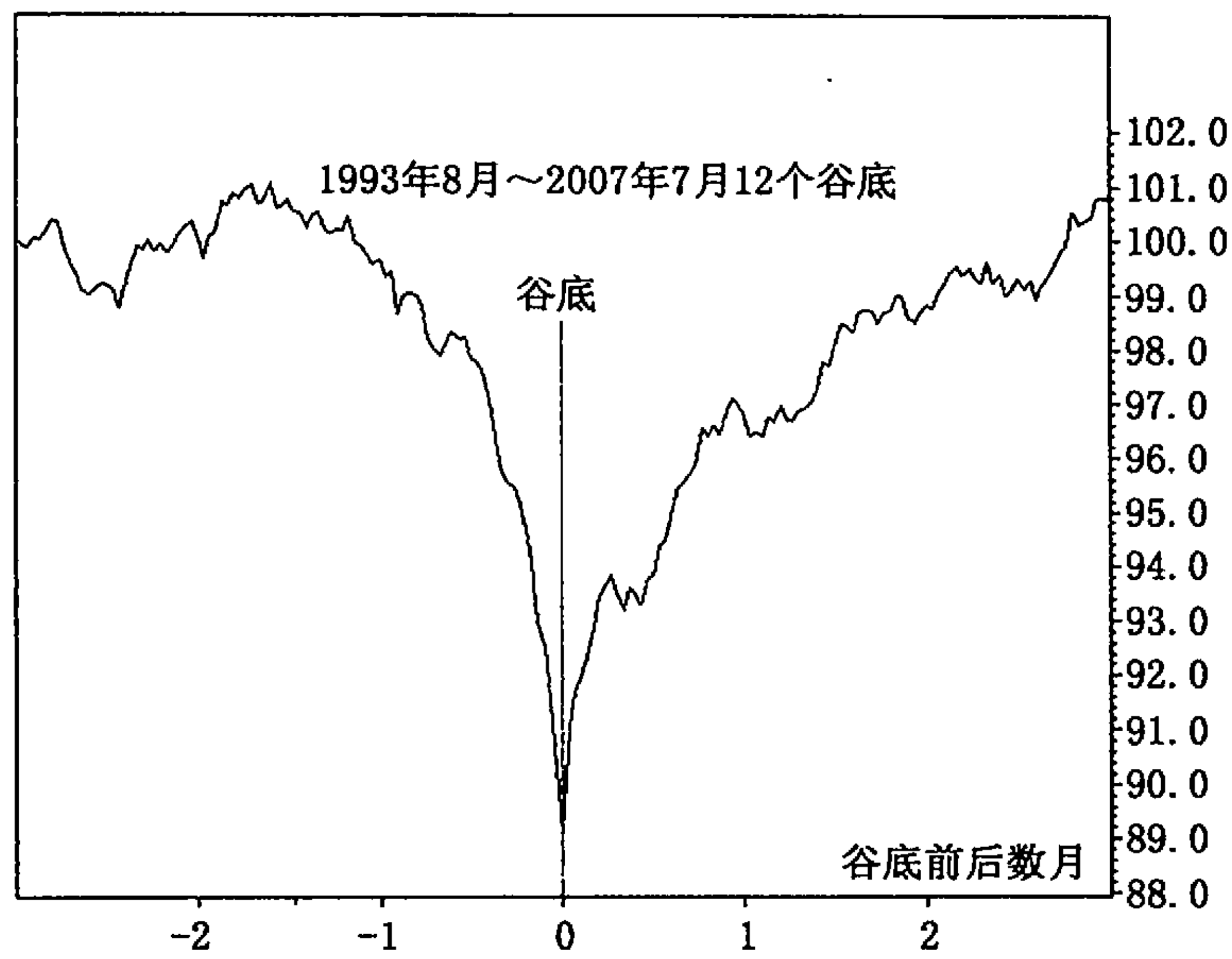


图 6　谷底附近的道一琼斯指数走势

我们看到,在中间位置的市场最高价出现在最低价之前的一个半月。之后是 4 周的小幅下降,然后才是明显的加速下跌,大约 2 周后跌至最低。这种暴跌的原因是不确定性和不断形成的恐慌,与此相符的是足足 10 个百分点的平均跌幅,因为市场参与者不能提前知道每种情形下的最终影响范围和程度,他们一定会担心争相卖出导致大幅下跌(偶尔情况确实如此)。此外,图 6 形象化地展示了市场上早为人熟知的一点:典型情况是,暴跌的速度快于之后恢复的速度。基于行情下跌时不断形成的恐慌,下跌加速。与之相反,恢复需要更长的时间,因为一般情况下,相对于错过什么,人们更不愿意失去什么(虽然偶尔人们也称之为"购买恐慌")。

接下来我们研究国债。和黄金一样,国债也被视为安全的投资。在股市下跌、恐慌情绪出现的时候,国债市场会怎样表现呢? 我们使用与上面相同的方法,但有一个明显的不同点:我们再次使用道一琼斯指数每次下跌的最低点作为时间节点,而不是债券价格的最低点。图 7 给出了股票市场(而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不是债券市场)出现谷底的前后各 3 个月十年期美国国债投资的一般走势。长的中心线标示道—琼斯指数低点，也很可能是恐慌情绪很高的时点。

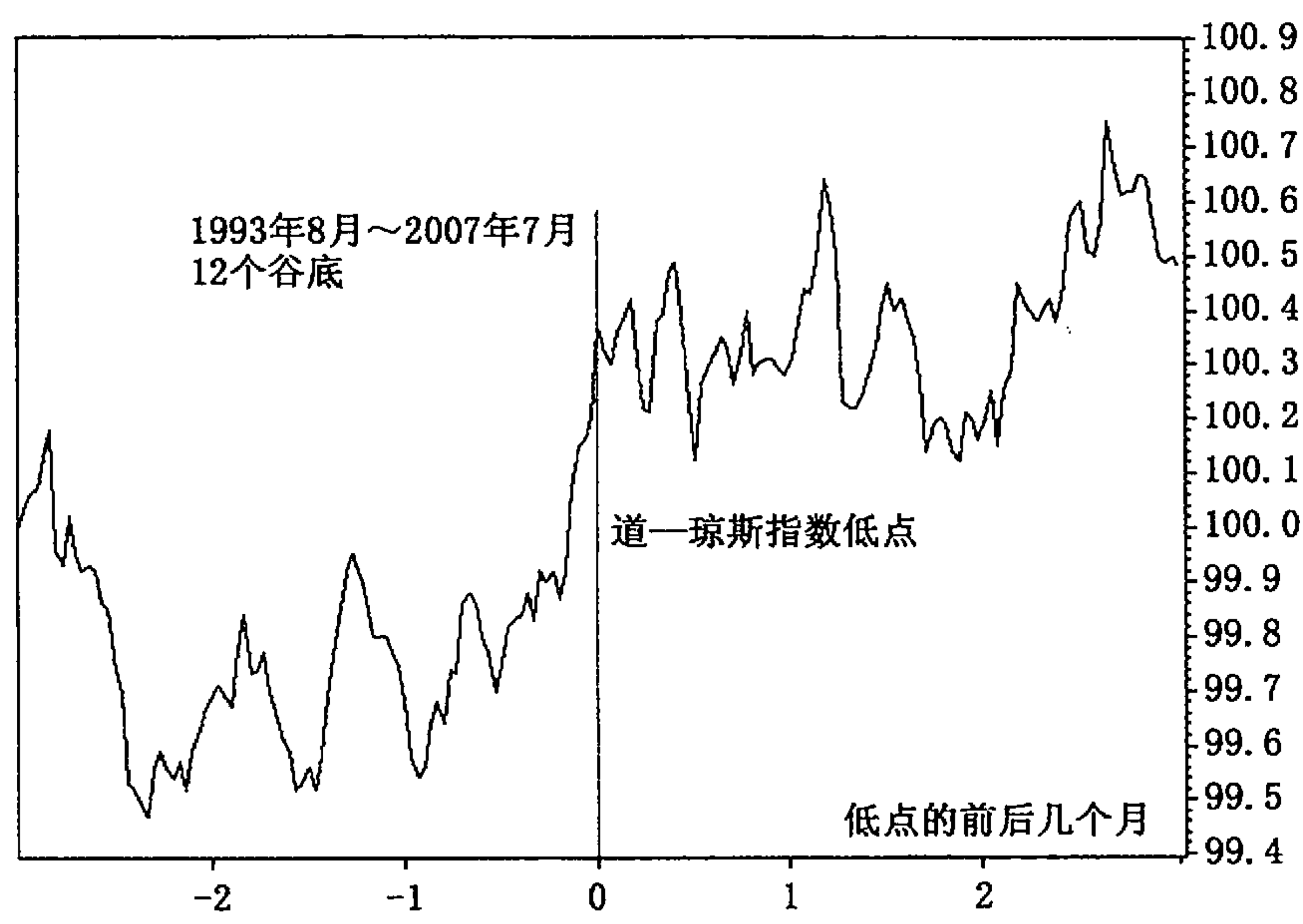


图 7　道—琼斯指数到达谷底时美国国债的平均走势

我们发现，国债价格在道—琼斯指数到达低点前约 1.5 周开始上涨。随着时间的推移更加明显，而此时股市加速下跌。在市场上出现不确定性的时候，国债正如预期一样起到了安全货币投资的作用并且价格上涨。股市快速下跌，被认为安全的国债价格上涨。

现在我们观察能够与国债竞争的危机时期投资对象：黄金。我们再次使用同样的方法，只是我们仍以道—琼斯指数每次下跌的最低点作为时间节点分析黄金价格的走势。图 8 给出了股票市场出现谷底的前后各 3 个月金价的一般走势。长的中心线标示道—琼斯指数低点。

我们发现，在道—琼斯指数到达低点前 1 周，金价出现了区间高值。从这一时点开始股市加速下跌，然而这时金价也下跌。与股市相比，黄金的最低价格稍晚出现。几周时间金价都保持低位，下跌期更长。从理论上讲，金融危机和黄金之间好像存在联系，就像许多市场观察员看到的一样。但是在低点出现的前几天，在股市价格加速下跌并且接下来不稳定性呈最高水

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

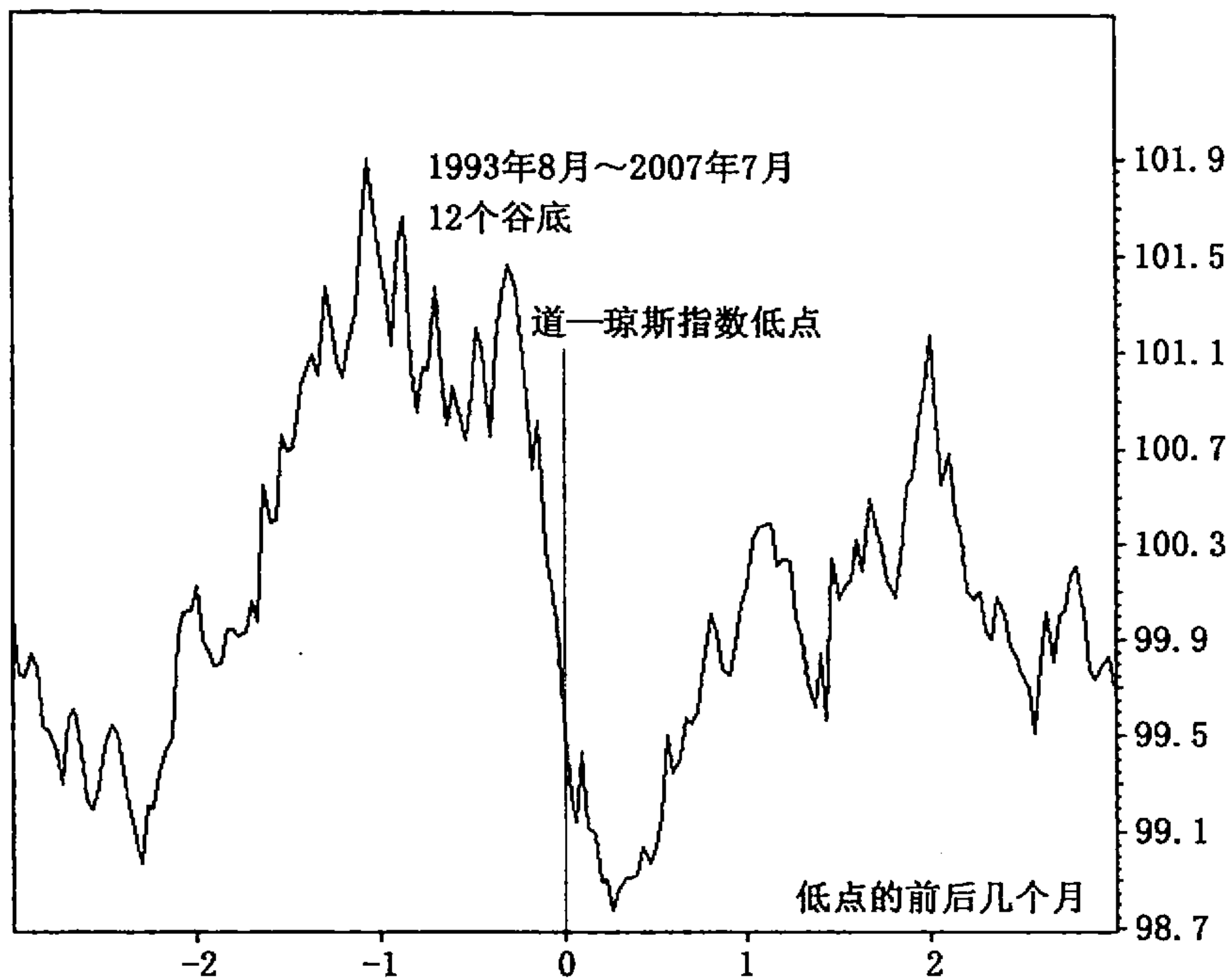


图 8　道一琼斯指数到达谷底时金价的平均走势

平时，黄金没有发挥“安全港”的作用，它的价格走势使得它在危机时期和股票一样，是高风险的投资。

通过对 12 次行情暴跌的一般观察，证实了之前分析的 1998 年俄罗斯经济危机。最近几年，黄金的特征实际上没有改变。金融机构，例如中央银行，希望看到较低的金价。下降的金价会强化人们对金融市场的信心，避免金融危机是最重要的动机。如果黄金疲软，市场就更加稳定。黄金作为危机投资不再有吸引力，资金涌入余下的投资种类，尤其是流向国债市场。随后又流回股市，还能够避免失控的危机造成影响。反过来，我们设想金价在不稳定时期强势上涨，这暗示着存在无法控制的很大问题，会助长失望情绪。因此金融机构有充足的理由希望在困难时期看到不断下降的金价。不仅在市场上弥漫恐慌情绪的时候金价不能上涨，而且在市场没有完全平稳的几周之内也不能上涨(见图 9)。但中央银行是否也关心这件事呢?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

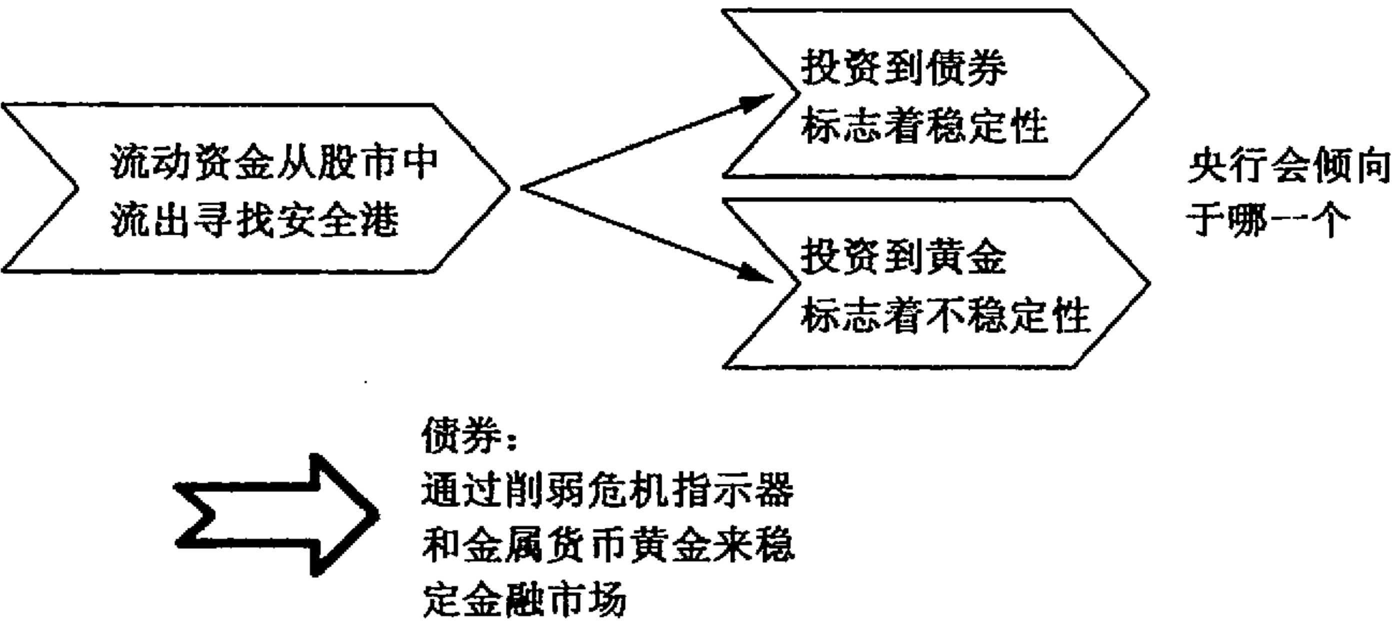


图 9 权衡之下的“安全港”(中央银行眼中疲软金价的优势)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日间黄金特有的表现

“早上好，美国，你可以据此来校准钟点”，市场观察者们用诸如此类的话开着关于世纪转折点的玩笑。如果你跟踪观察黄金的价格走势并前后比较，就会发现，金价在纽约商品期货交易所开盘之后会下跌。这个现象如此有规律性，许多人认为这并非偶然。在这个异常现象的背后存在着对金价的人为干预，这种干预通常在特定的时间发生，即在这个重要交易市场的交易时段内进行。关于此类干预的传闻已经流传了很久，至少可以追溯到1995年(之后还会做更多的说明)。黄金反垄断行动委员会(GATA; www.gata.org)，一个美国公民权益组织，从1999年开始揭露这种干预，它的目标是，使干预现象公示于众并尽可能地阻止干预。在图10中您可以清楚地看到黄金三天的日间行情变动。

图10展示了2004年6月1日以及之后两天0～24:00的金价变动情况，纽约商品期货交易所(Comex)交易时间为灰色区域。人们可以清楚地看到，金价在这三天的交易时段是如何下跌的。大规模的降价让市场观测者们不禁设想，这种行情变化并非偶然。他们说得对吗?

为了验证这个假设，我们大量地研究黄金的日间变动行情。为此我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

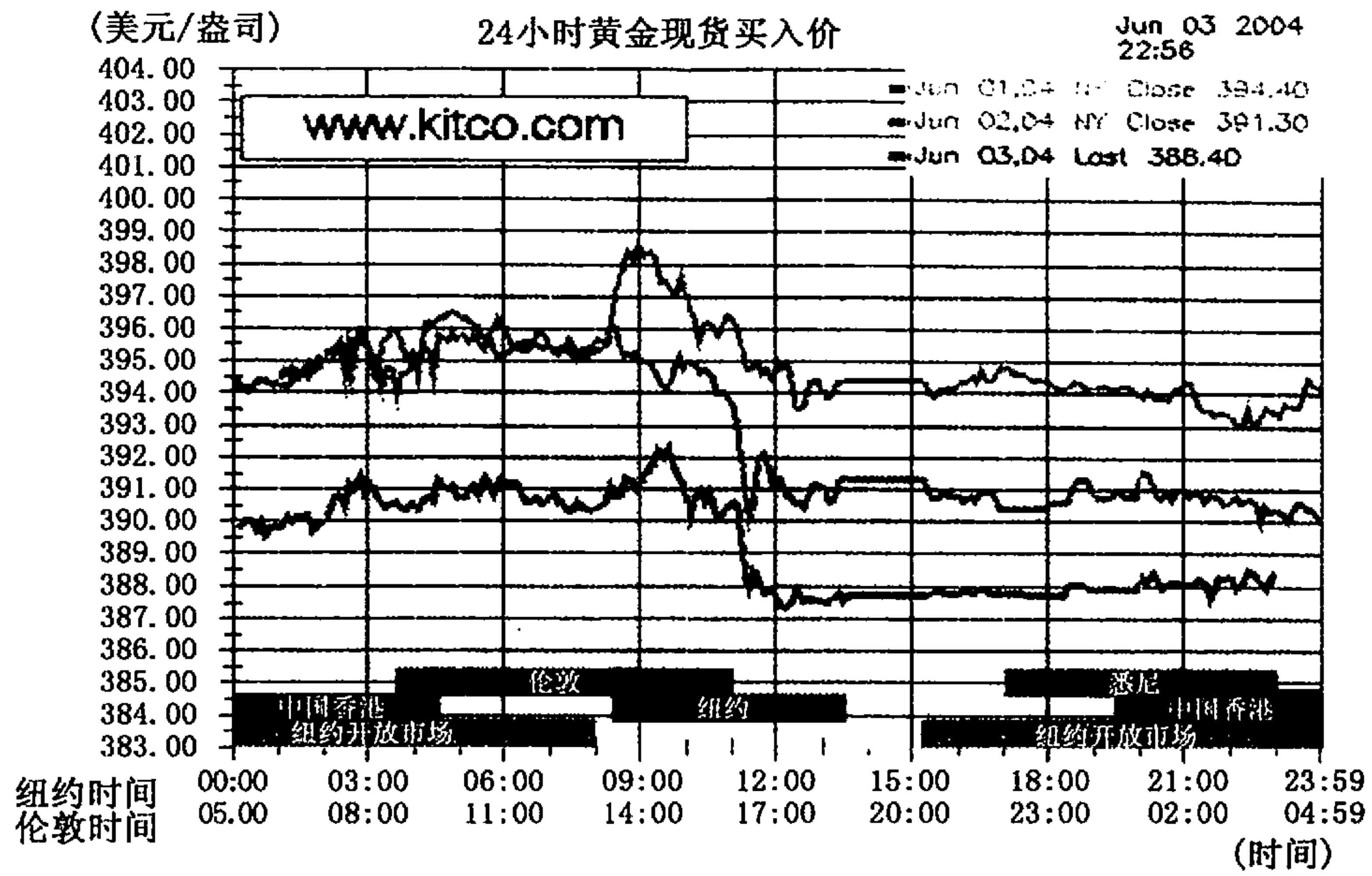


图 10　2004 年 6 月 1 日、2 日和 3 日的黄金价格日间变动

首先采用在研究股票市场 12 次大幅下跌行情中使用过的方法：我们要观察平均的行情走势。在此我们要用的是从 1998 年 8 月和 2003 年 7 月每分钟日间行情。[1] 图 11 展示的是超过 5 年或者说是将近1 250个交易日的平均日间变动情况。横轴代表时间(纽约时间)，竖轴代表平均价格水平(基准为 1 000)。由于取的是许多天的中间值，变动的幅度就会相应较小(从 999.6 到1 000.1只相应变化了 0.05%)。

图 11 证实了许多黄金市场观察者的印象：当纽约交易所开盘时金价一般就会下跌。这个下降的走势主要发生在美国交易时段最初的两个小时。此外我们可以看到，走势当中的低谷和二盘时间同步。这个二盘是一种官方形式的世界金价，于午后在伦敦进行计算(由于图中已经转换成纽约时间，所以二盘显示在上午)，即使是相对次要的伦敦头盘，也出现了轻微的下降。在纽约期货市场收盘时也出现了一个明显的短暂突破(交易所收盘时间在调查期间从 14:30 改成了 13:30，在这两个时间段都有明显的金价下

[1] Disk Trading, Iavor Kindekov, http://disktrading.is99.com/disktrading.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

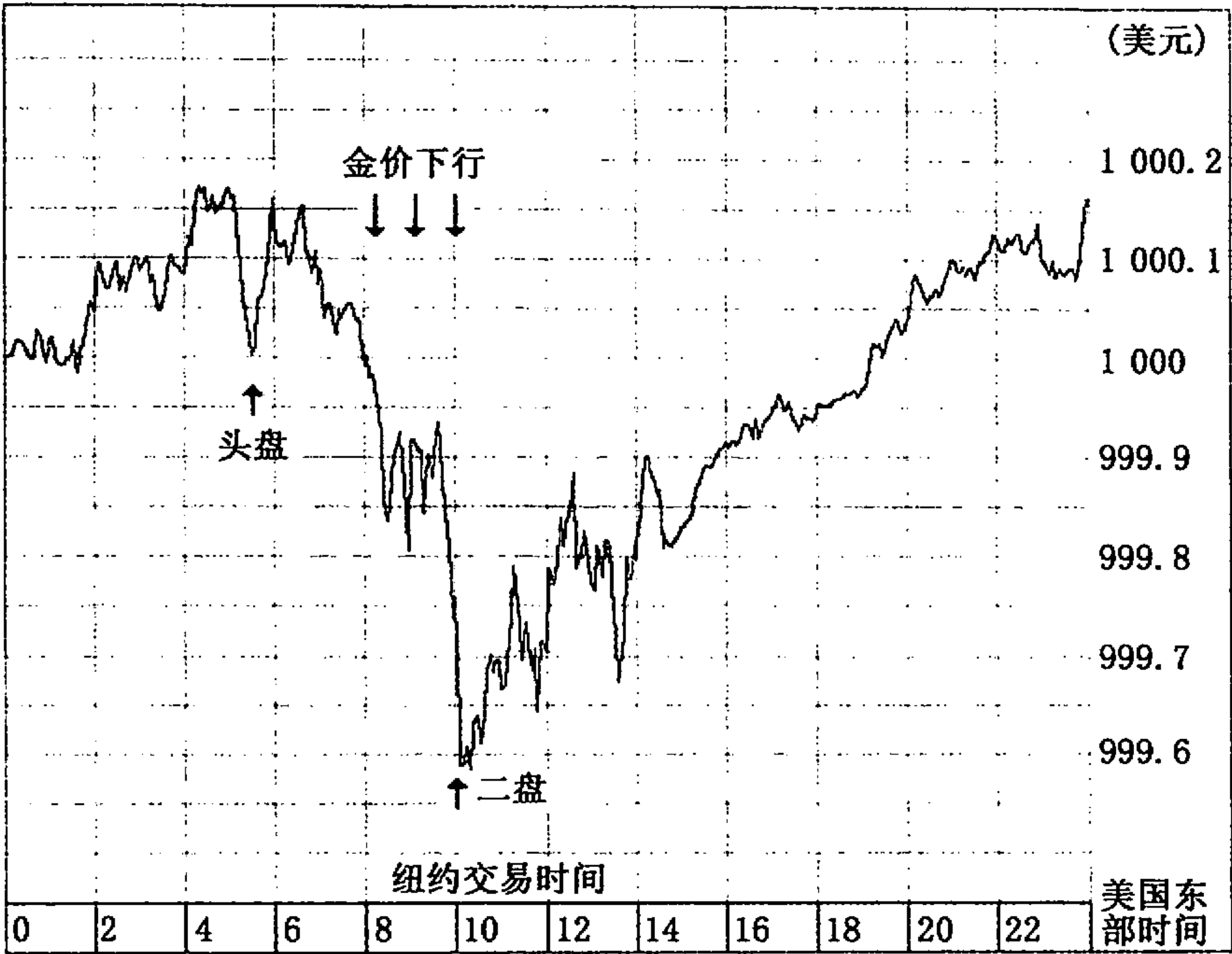


图 11　1998 年 8 月～2003 年 7 月黄金均价日内走势

降),之后,金价则有上涨的趋势。

因此在金价的日间变动中存在异常现象,这可以很好地用于统计研究。有数千样本的统计数据具有很高的统计价值(它们比股票市场 12 次大幅下跌行情中的观察法更有说服力),这种对于日间异常变动的研究更适合于证明黄金干预,另外还可以获得它精确的开始日期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一批统计研究

关于日间异常事件的统计研究有很大的优势：金价干预主要针对其走势，并使干预在走势线路图中清晰地反映出来，我们仔细观察走势就可以直接分析出干预所在。之后我们还会采用其他的证据，如中央银行家们的公开发言，它们却只能作为间接证据(因为它们并无干预的官方认定)，只有和统计证据(以及通过统计获得的时间和内容上的联系)结合在一起才有充分的说服力。依据金价走势进行的论证不仅直接，而且大量的日间异常现象也体现出其重要性。因为这不是任意的一个异常走势，而是定期重复的短期模式，该模式和典型的市场变化有很大区别，并且没有其他的原因。

哈里·克拉瓦(Harry Clawar)致力于研究日间异常变动，2000 年 3 月他发表了相关的统计数据。[1] 他着手研究互联网论坛上的观点：抑制金价的力量主要来自于纽约。从 1999 年起他开始更仔细地观察金价。他发现在纽约交易所收盘后金价会有上涨趋势，而在纽约交易时间，大约从纽约头

〔1〕 Clawar, Harry: "A New Gold War?", www. gold-eagle. com/editorials_00/clarwar031300. html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盘开始,基本上会下跌。我们来看一下,哈里的观察在何种程度上和 2000 年附近的日间变动图相吻合,为此我们要使用之前的那张从 1998 年 8 月～2003 年 7 月将近1 250天内的金价均值变动图,我们在图中把克拉瓦所涉及的点连成线。显然,从头盘到纽约交易所收盘的这段时间金价下跌,而在收盘后到第二天的头盘均值又是上升的。因此克拉瓦的假设可以看作是基本近似的。

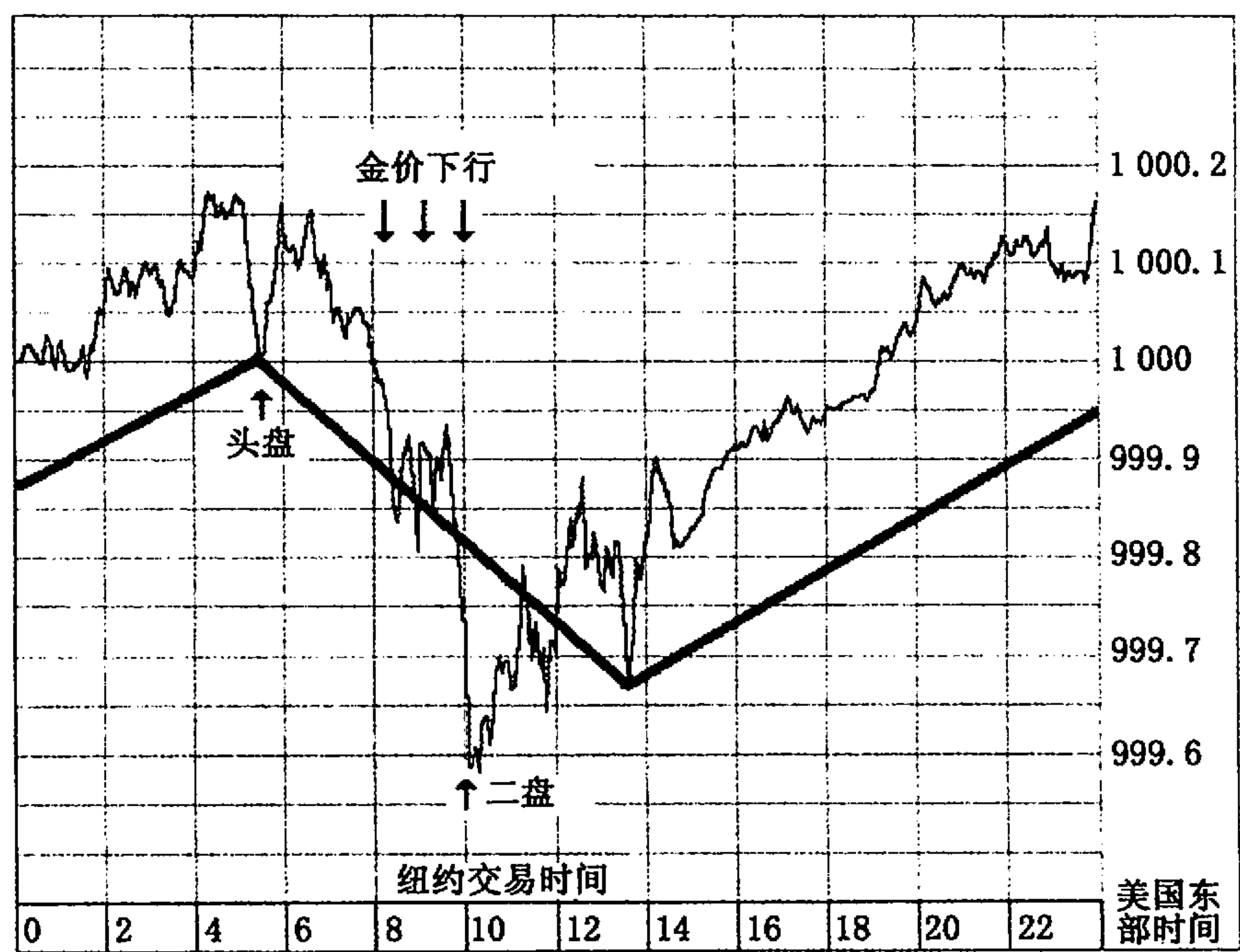


图 12　1998 年 8 月～2003 年 7 月金价平均日间变动

克拉瓦的初始研究数据是从 2000 年 1 月 25 日到 2000 年 3 月 10 日中的 31 个工作日。其中在这些点所定义的纽约交易时间中 69％的交易下跌,而在其他的地方有 74％的交易价格上升,值得注意的是,这些都发生在同一天。如果分布在价格上的作用力是均等的且和地点无关,那么两个值大概都在 50％。在这段观测时期内金价几乎没有变动(不到 1 美元)。在美国交易时间外增加的盈利为 41 美元,与此同时在纽约下跌了 41 美元。克拉瓦最后提出了以美国主导的在纽约实施金价操控的猜测。图 13 说明了他的研究计算过程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1999年1月25日～2000年3月10日黄金现货价格

	伦敦头盘	伦敦二盘	纽约收盘价	纽约收盘价—伦敦头盘	伦敦头盘—前一月纽约收盘价	伦敦头盘—伦敦二盘
10-Mar	$292.10	$290.25	$288.60	$3.50	$1.40	$1.85
9-Mar	$289.00	$290.50	$290.70	$1.70	$0.75	$1.50
8-Mar	$292.75	$291.20	$288.25	$4.50	$1.25	$1.55
7-Mar	$288.35	$289.75	$291.50	$3.15	$0.95	$1.40
6-Mar	$289.25	$288.80	$287.40	$1.85	$0.95	$0.45
3-Mar	$289.30	$288.50	$288.30	$1.00	$2.15	$0.80
2-Mar	$289.00	$289.90	$287.15	$1.85	$1.65	$0.90
1-Mar	$293.75	$292.90	$290.65	$3.10	$2.45	$0.85
29-Feb	$294.00	$293.65	$291.30	$2.70	$2.30	$0.35
28-Feb	$292.75	$292.50	$291.70	$1.05	$0.55	$0.25
25-Feb	$297.15	$294.00	$292.20	$4.95	$0.95	$3.15
24-Feb	$299.90	$298.75	$298.10	$1.80	$0.60	$1.15
23-Feb	$305.25	$302.00	$299.30	$5.95	$0.45	$3.25
22-Feb	$305.40	$302.25	$304.80	$0.60		$3.15
21-Feb	$305.75	$305.25			$3.05	$0.50
18-Feb	$302.25	$303.55	$308.80	$6.55	$2.00	$1.30
17-Feb	$304.25	$306.25	$300.25	$4.00	$2.85	$2.00
16-Feb	$300.50	$302.50	$301.40	$0.90	$1.00	$2.00
15-Feb	$307.00	$304.25	$301.50	$5.50	$1.50	$2.75
14-Feb	$308.75	$308.35	$308.50	$0.25	$1.45	$0.40
11-Feb	$316.50	$311.50	$310.20	$6.30	$1.30	$5.00
10-Feb	$311.25	$309.00	$315.20	$3.95	$6.15	$2.25
9-Feb	$306.00	$308.60	$305.10	$0.90	$7.90	$2.60
8-Feb	$303.15	$296.25	$298.10	$5.05	$0.15	$6.90
7-Feb	$316.60	$312.70	$303.00	$13.60	$14.30	$3.90
4-Feb	$287.50	$293.65	$302.30	$14.80	$0.90	$6.15
3-Feb	$285.25	$285.05	$286.60	$1.35	$0.75	$0.20
2-Feb	$283.10	$285.60	$284.50	$1.40	$0.70	$2.50
1-Feb	$283.65	$283.00	$282.40	$1.25	$0.55	$0.65
28-Jan	$286.15	$286.75	$283.10	$3.05	$0.65	$0.60
27-Jan	$286.50	$285.55	$286.80	$0.30	$0.90	$0.95
26-Jan	$284.90	$285.90	$285.60	$0.70	$0.85	$1.00
25-Jan	$288.70	$288.00	$285.75	$2.95		$0.70

来源：www. gold-eagle. com，Harry Clawar。

图 13　克拉瓦的研究

但是，为何干预只是针对一天中某一特定的时段而不是整天均等的干预，我们并不知道标准答案，但是克拉瓦已经给了一个合理的解释，即定位在纽约即美国。对黄金价格的干预和其他事情一样要合乎实际地组织，因此国内市场为极好的选择。熟悉当地市场，有较多人际关系且与昼夜操作相比短时间的干预可以减少花费。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除此之外,集中在如二盘和纽约的收盘时间之类的金价行情标记也可以节约成本,而且这些行情标记对市场参与者有引导作用,在此期间达成的交易决策要远远多于任何中间时段的交易。此外最重要的期货市场在纽约开盘,期货市场使以较小的资本投入来博取巨大的仓位成为可能,这些投入相对于整个商品价格往往是极小的部分,从而可以减少投资的费用。通过期货市场对黄金价格的影响并非短期性质。与其他的纯消费品不同,黄金作为重要的投资品所受到的影响是持久的(如后面更详细的说明)。因此期货市场提供了最好最有利干预黄金的机会,而且几乎没有弊端(除了有可能在某一特定时间的行为留下了可利用于统计的研究痕迹……)。

米歇尔·博瑟(Michael Bolser)着手研究了克拉瓦的理论并对其进行了更改,同年(2000 年)12 月他发表了自己对 1985～2000 年金价行为的研究。博瑟使用了官方的头盘和二盘并用纽约商品期货交易所(Comex)的收盘价来代替真正的黄金价格。[1] 与克拉瓦一样,他的研究建立在日间金价行情的基础上,不过该研究不仅缺失方向,而且也缺少金价反向变动的规模。他得出的结论是,从 1994 年起金价走势明显地向下波动,这与 1993 年之前有明显的区别,因此他对这一年做了第一个时间标注。因为他的方法过度集中于极端值,即使对许多天进行了研究,有使用价值的数值仍很少,例如他可能只有七种情况(与确认为极端值的规模无关),这大大削弱了证明的效力。此外也没有每天的时间标注。

[1] Frontmonat (指每下一个期货月份),在证券经纪人中也称为"时点价格",真正的时点价只能大致估计,但看上去没有怎么影响他的研究结果。Bolser, Michael: "Evidence of Gold Manipulation on the COMEX", www. goldensextant. com/commentaryBA. html, anchor51667.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

统计验证和黄金干预的时间标注

一种精确到天的时间标注可以通过其他的扩展方法来实现，在此克拉瓦估算方法的直接性被保留了下来，并不像博瑟那样针对波动的幅度进行研究，因此有意义的统计天数占了很高的比例。由于有数以千计的历史数据为基础，所以能足够满足较高的统计要求。另外，可以对金价干预初期进行精确到天的时间标注。

只有一个方面必须要进行改进。克拉瓦的初始数据主要作用于金价的边缘市场，例如，若金价在纽约的交易市场涨了 1 美元，在其他市场涨了 10 美元，这个事实就没有任何说服力，因为价格在两类市场都是上涨的。但是在该例子中，纽约市场的涨价对其他市场的价格上涨造成压力，因此对整体研究来说应该在整天的波动中剥离有关影响。而在这个研究方法中，观察到的只是一种相对于其他市场的波动情况，金价的行情变化从其他金价行情中分离出来。人们观察的不再是一天中各个时段市场的涨跌，而是金价行情的相对变化，例如纽约市场的金价涨幅略小于其他市场，与金价在纽约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

轻微的下跌和其他市场的略微上涨的情况被同等看待。[1]

2001 年 2 月统计验证和金价干预的日期标注通过该计算方式首次获得成功。[2] 如图 14 中所示为地区的行情波动差异，这里所用的金价行情是从 1991 年起的“头盘”和“纽约收盘价”[3]，差值为负的地方表示的是纽约的金价行情比其他地方的更差。图 15 显示了调整后的 125 天相对行情变动，这样可以使得长期频繁的波动更为均衡，零值以下的曲线指的是纽约的行情相比世界上的其他市场较弱。

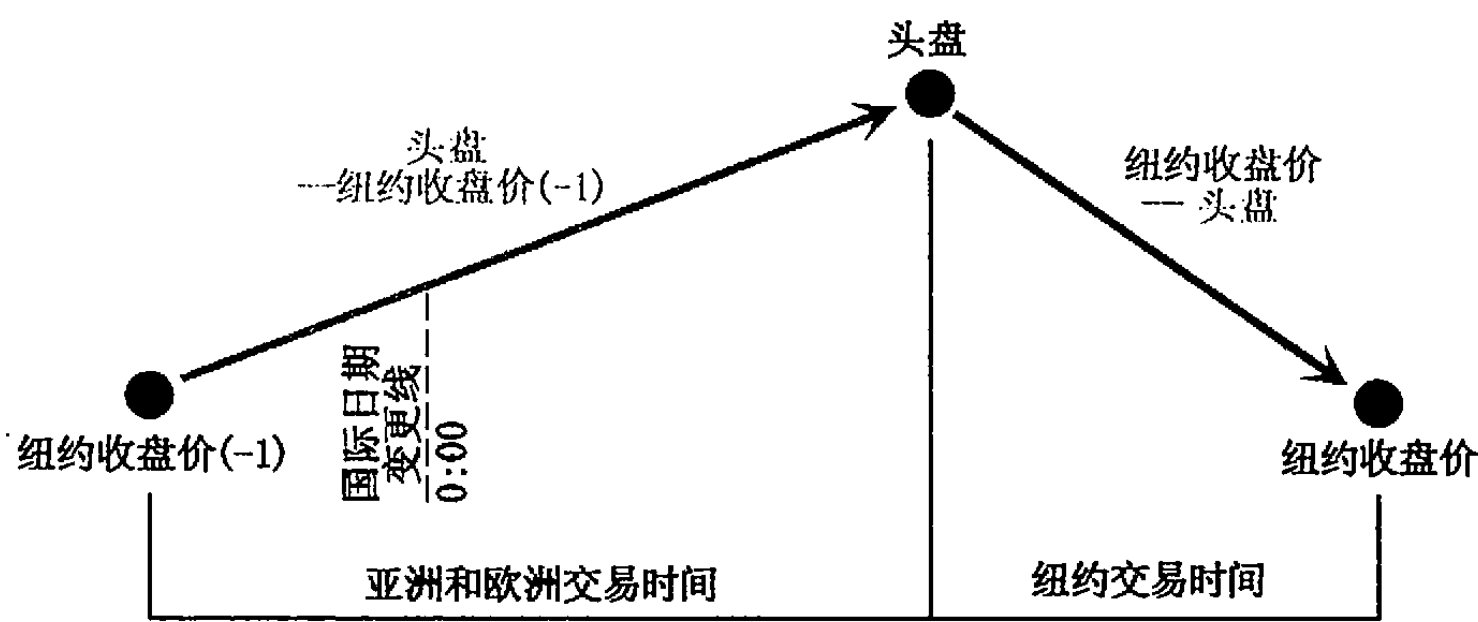


图 14　黄金日间干预模式(图解)

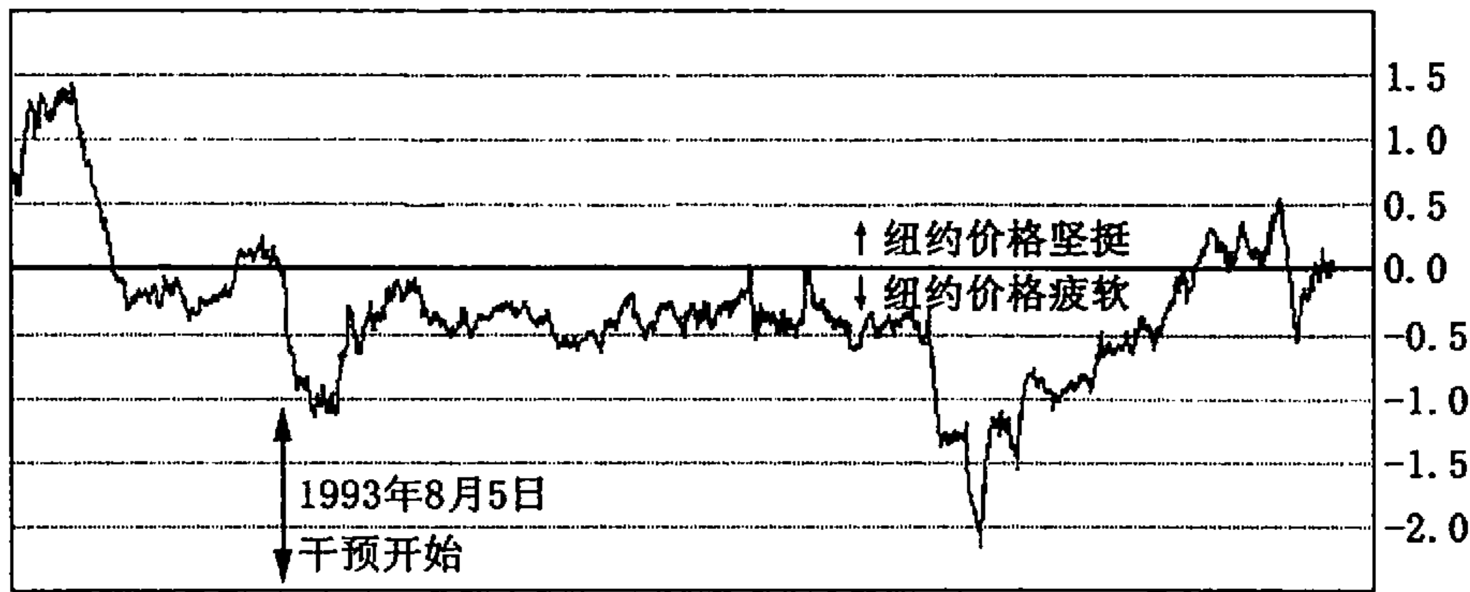


图 15　纽约相对世界其他市场的金价变化

〔1〕 详细计算见附录 3。

〔2〕 Speck, Dimitri:“Tracks in the Trading: When Did the Gold Price Manipulation Begin?”, www.gold-eagle.com/editorials_01/speck022301.html.

〔3〕 芝加哥商品研究所(www.crbtrader.com)使用的时间序列“GC”也显示了 1991 年以前的行情，然而真正的纽约交易所收盘价不再包含在内。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们可以清楚地看到从 1993 年 8 月 5 日起纽约的金价比其他市场更为疲软，这一天开始了对固定金价的系统性干预，这些主要通过纽约商品期货交易所(Comex)进行操作。从那时起，纽约的金价行情往往比其他的交易市场更差。1993 年 8 月 5 日是黄金现代史上关键的一天，这一天同时也对于中央银行政策和货币政策有重要的意义。在这一天开始了对纸币的唯一重要竞争者系统性的压制，从而开始形成了近几十年来全球经济巨大泡沫的下一个，也可能是最后一个阶段(关于这点之后还会介绍更多)。

2001 年的金价研究受到各种限制。从 1998 起才有日间变动数据，因而只能像克拉瓦一样用头盘来代替纽约开盘时的行情，此外缺少纽约市场收盘行情的历史数据而难以将 1991 年前的数据计算在内。反之，自 2003 年引入了近乎 24 小时运行的期货电子交易市场，纽约交易市场的重要性被削弱。尽管如此，统计证实，黄金干预初始阶段的日期标注还是得以实现。

同时，从 1986 年 2 月起就有了精确到分钟的金价行情[1]，此外纽约商品期货交易所(Comex)的分钟行情 1984 年 1 月就存在了。[2] 这两种数据首次相继在金价异常事件研究中被计算在内，之前 20 世纪 90 年代关于金价的计算通过扩展仍然是有效的，它们给出了金价相对行情运动的指示器。图 16 中，上方的曲线代表的是如之前的图中描述的金价地域性趋势。在 0 以下描述的是纽约行情变动弱于其他市场的情况。因为抑制金价的干预主要发生在纽约市场，同时这条线也体现了压制金价的幅度。图 16 中曲线描述的则是金价的变动。

我们可以看到，从 1993 年 8 月起，金价干预开始时强度很大，而且也起到了较好的效果，因为之前还是上涨的金价此时已迅速下跌。此外，1999 年的第二次干预也非常严厉，这次干预主要针对《华盛顿黄金协议》(WAG)签署之后的金价上涨。1999 年 9 月 26 日，一些国家的货币发行银行签署了《华盛顿黄金协议》，约定限制黄金的出售。在协议鉴订后的几天金价急速

[1] Olsen Financial Technologies, Zürich, www. olsendata. com.
[2] Systrade, Neuville de Poitou, www. tickdatamarket. com.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

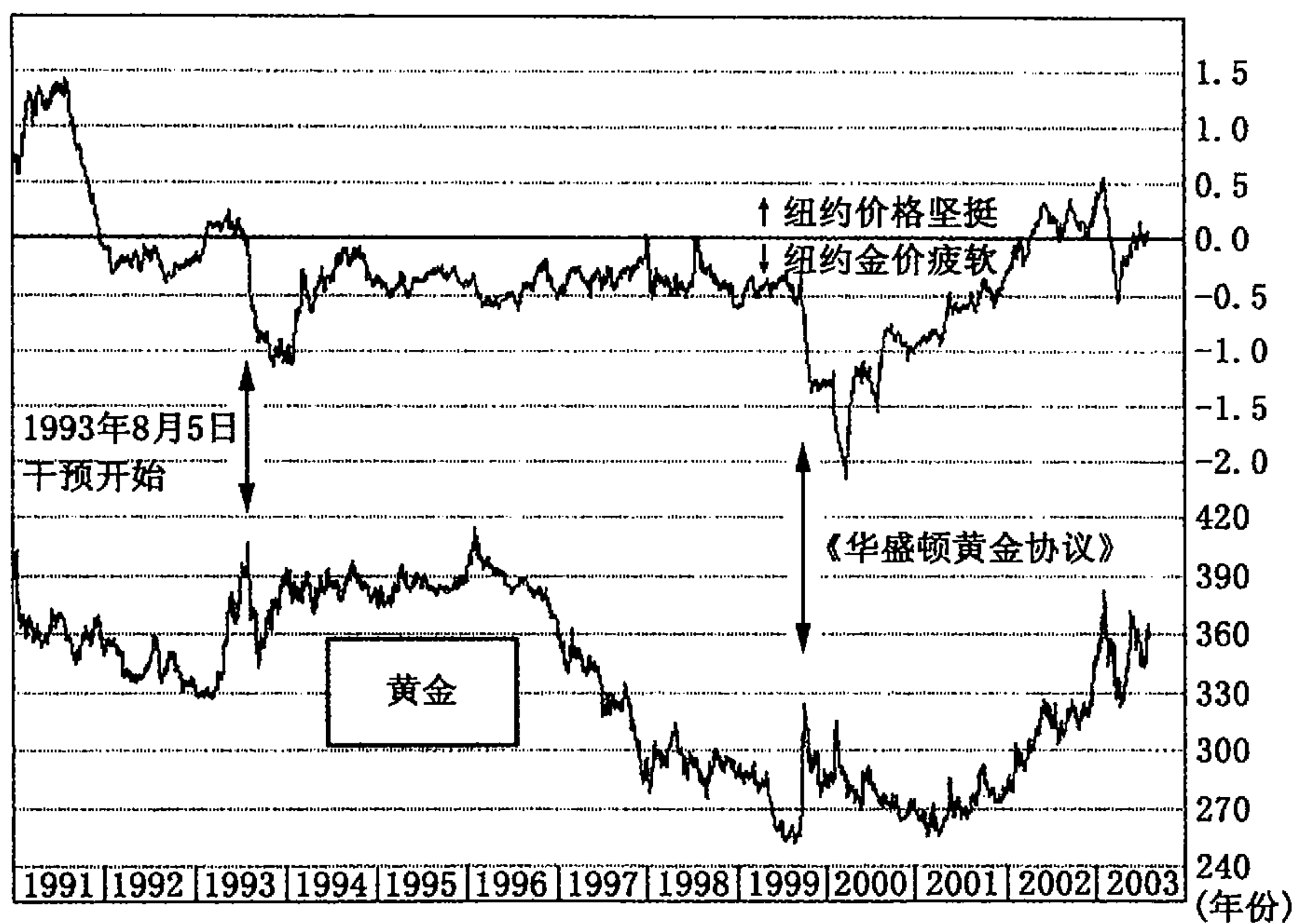


图 16　纽约市场相对其他市场的金价变动比较

上涨了大约 20%的幅度。[1] 此外，在金价的一些小幅上涨后干预加剧。总之，我们可以明显看出金价下跌往往会伴随着较弱的纽约市场的日间金价走势（这种关系却很难从干预方面找到解释）。

---

〔1〕 如果中央银行操纵使得金价上涨，不能就此下结论，认为没有中央银行赞成压低金价。一方面他们很可能没有料到这样的涨价，同时中央银行内部也不一定观点一致；可能冒犯《华盛顿黄金协议》(WAG)的中央银行与希望看到金价下降的金融机构并不相同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1986～2009 年间的金价日间变动

图 17 所示的是从 1986 年 2 月 3 日至 1993 年 8 月 4 日(金价干预开始的前一天)的金价日均变动情况,在这段时间内还没有系统性的金价干预。从该日间变动图中基本可以看出,纽约商品期货交易所(Comex)记录的交易时间只是金价变动的一个大概的征兆,因为开盘时间在反复变动。

这一结果好像削弱了之前的分析。我们同时也总体了解了地域性金价趋势:金价在欧洲的上午交易时段较不稳定,在纽约市场更不稳定,出现单边行情,在早上的亚洲市场则比较稳定。长期来看这种趋势分布并不稳定,有些年欧洲市场较弱,纽约则出现单边行情(1988 年),有些年欧洲行情稳定而亚洲金价疲软(1987 年),有些年欧亚金价一同走高(1993 年上半年)。看起来好像对于大多数交易并没有系统性干预,这些只是正常市场现象,其中包括阶段性的地域性趋势或者极端值,这些极端行情对均值产生了一定的影响。我们观察一下金价干预开始后的行情。

图 18 所示的是 1993 年 8 月 5 日开始的金价日均变动,在该图中有各种明显的行情异常变化。

不同于系统干预开始前的变动,我们现在关注的是某些时段的振幅。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

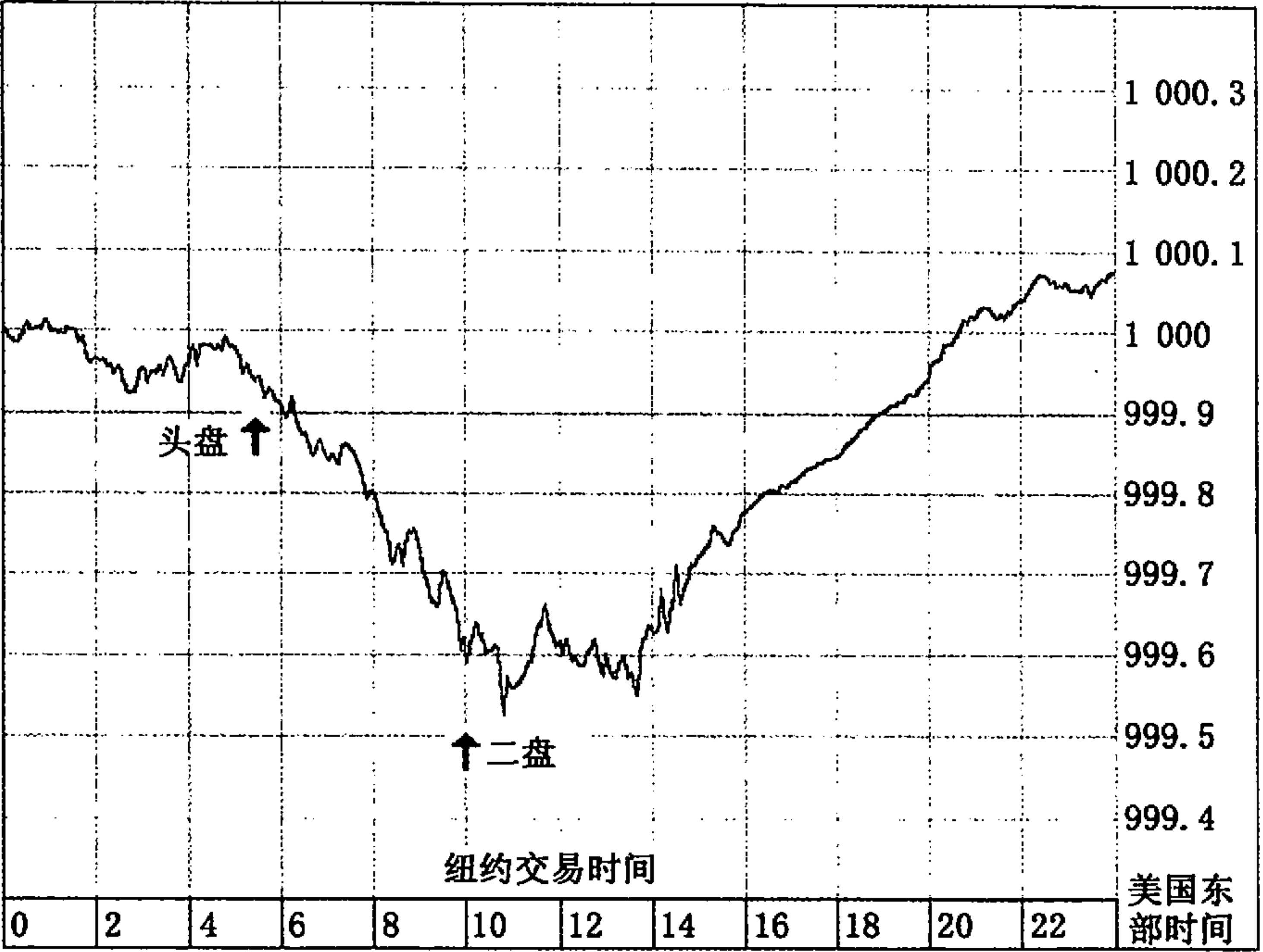


图 17　1986～1993 年 7 月的金价日均变动

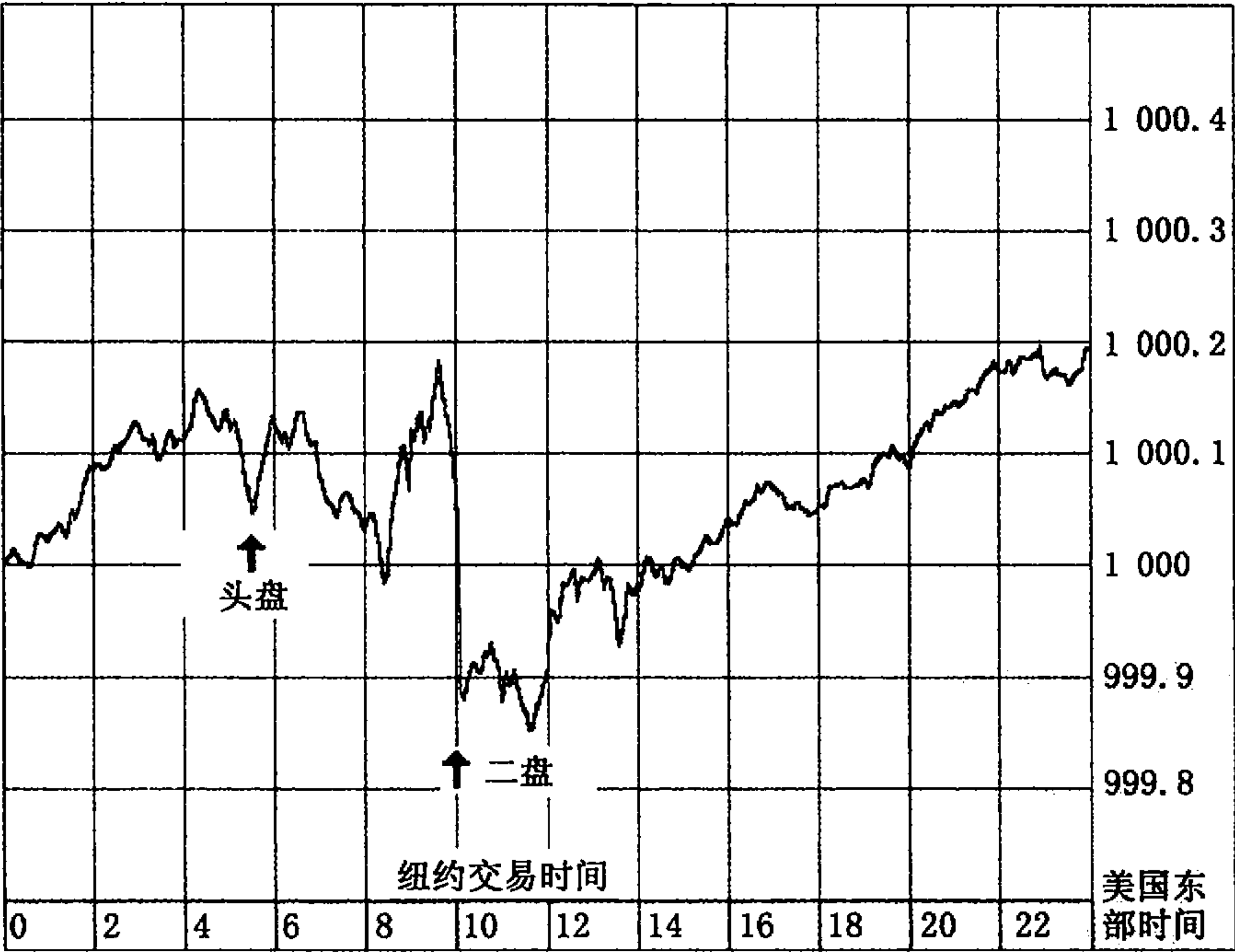


图 18　1993 年 8 月～2009 年 3 月金价日间变动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在头盘和纽约交易所收盘时段黄金平均价格下跌，尤为明显的是二盘的回落。伦敦时间 15:00 即纽约时间 10:00 金价大幅下降，在 1993 年 8 月 5 日之前几乎没有什么可以与之相提并论的变动，这绝非偶然。

当人们对每年的金价行情进行仔细分析时，会发现在系统性干预开始前，我们几乎难以注意到一些特定的时间拐点，而这在干预开始后变得极为不同。在日间金价行情中会有许多特别明显的变动，这些变动一般也只体现在单独的年限内，尤其会发生在一些有组织的时段，如黄金定价或者交易收盘时段。日间金价行情还会随着时间变化而变化，但总是可以在干预开始时发现显著的特点。

我们观察从 1993 年起的一些单独的年份，系统性干预也始于这一年。干预使得 1993 年上半年和下半年对比有明显差异，着重在某些特定时段发生的干预在下半年的日间变动中显现出来，而到 1993 年 8 月 4 日止日间变动并无异常。

鉴于 1993 年 8 月 5 日，即干预开始之日到年底之间的行情在某些时段明显变得疲软，尤其是在延迟了 1 小时至 14:35 的期货交易所收盘时段。图 19 和图 20 描述的是 1993 年干预前后的金价日间变动。

交易所的收盘时段金价走低的现象在 1994 年也很明显(见图 21)。

1995 年交易所收盘时间提前到 14:00，金价的走低甚至随此变动。

在分析市场异常状况时，我们无法追溯到完全相同性质的实体过程。干预是人为的，因此干预执行的 16 年中不可能毫无变化，干预偏好和干预方式自然会有所变化。有时候会像 1998 年对期货市场开盘时进行干预，有时则会像 1996 年一样对整个交易时段干预，从 1993 年 8 月干预初始到 1995 年主要是针对交易收盘行情进行干预(见图 20～图 22)。对二盘的干预主要发生在 1994 年和 1998 年后，从 2008 年起尤为加强，干预极为明显地体现在总体平均金价变动中。

不仅仅是干预的方式发生了变化，同时环境也极不稳定。除了期货交易所主要交易时间的变化外，2003 年电子交易的引入，或者说无秩序的衍生交易不稳性也不容忽视。电子交易使得连续的期货交易成为可能，从而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

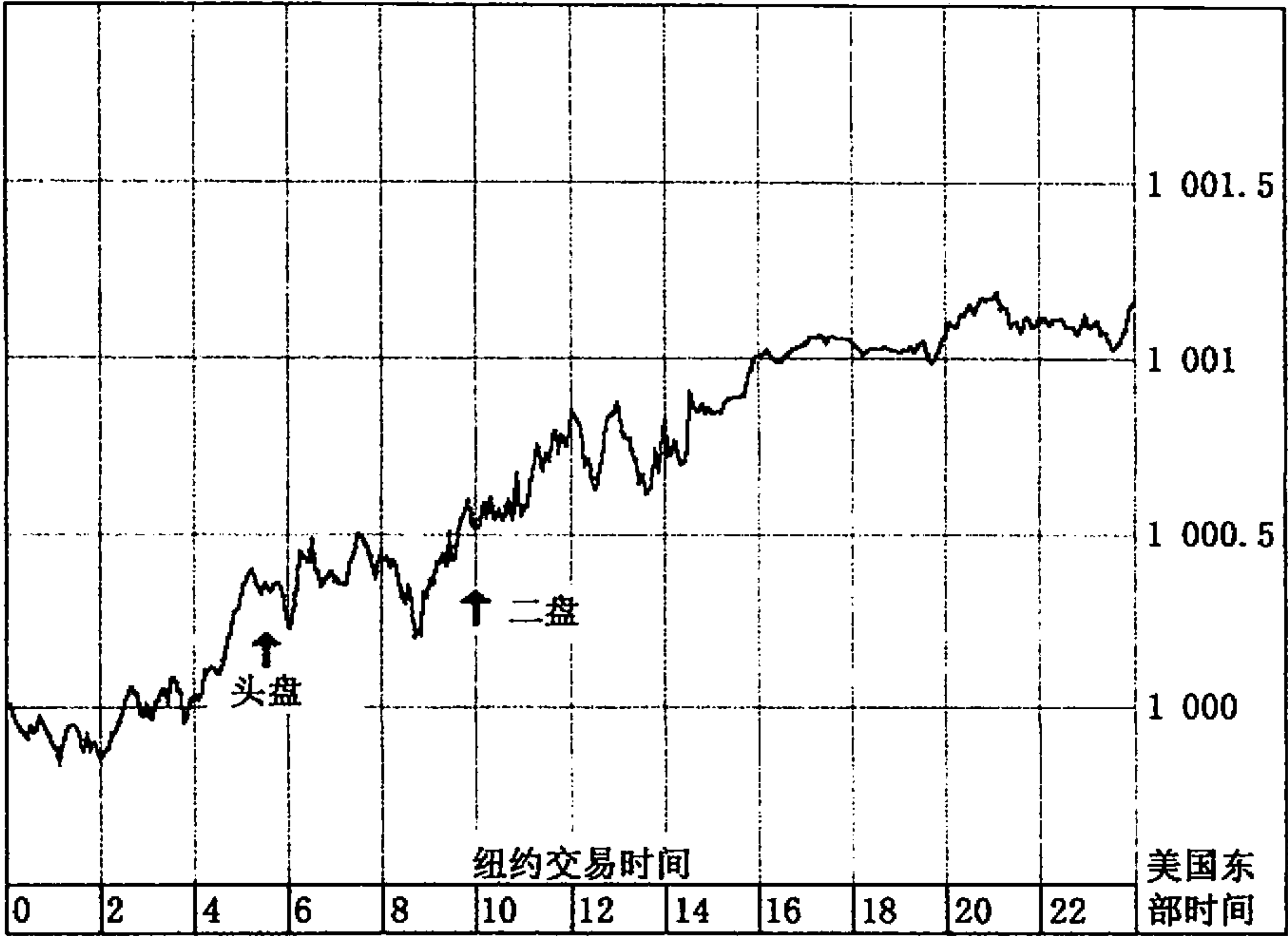


图 19　1993 年初至 8 月 4 日的金价日均变动

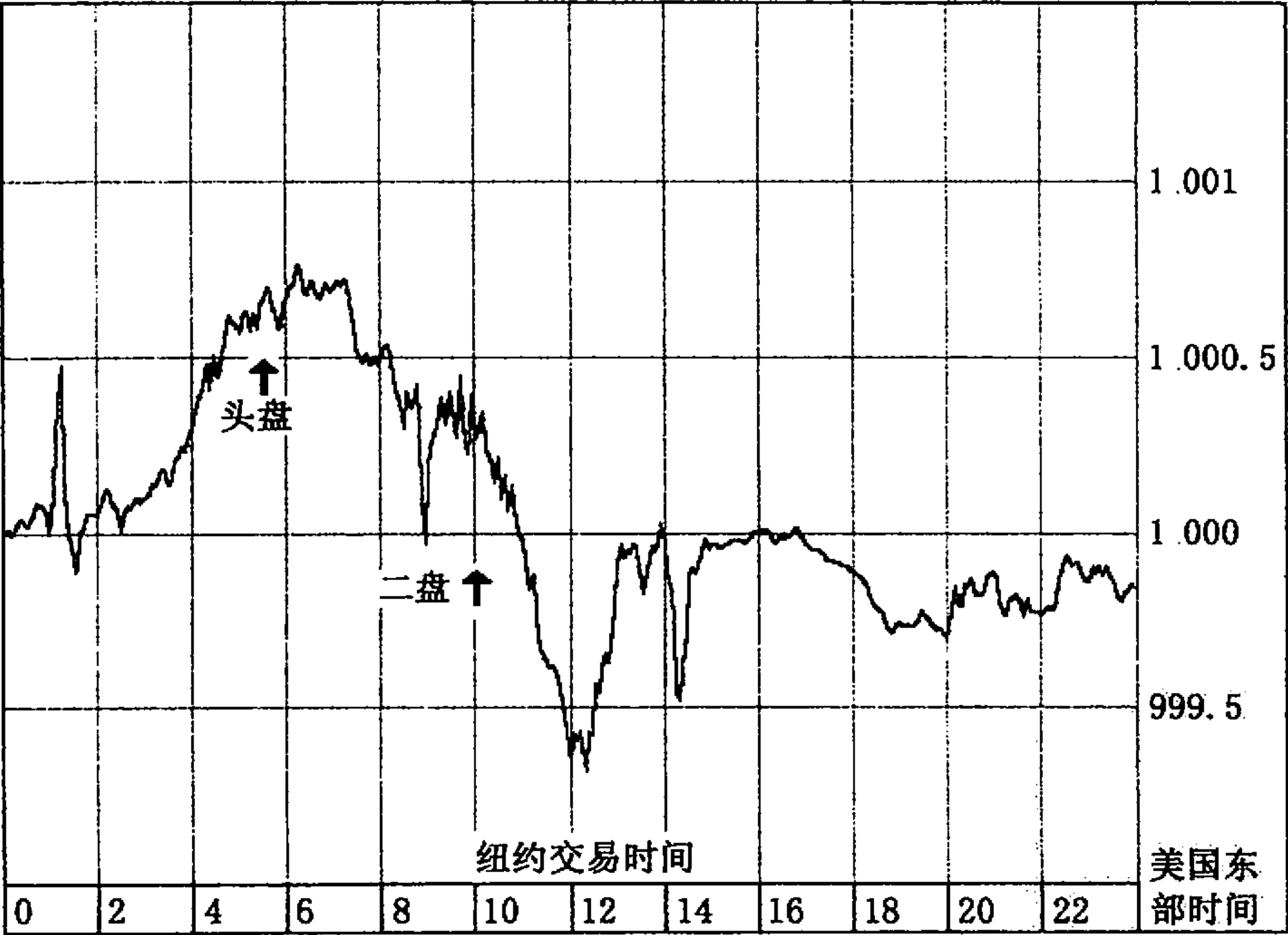


图 20　1993 年 8 月 5 日到年末的金价日均变动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

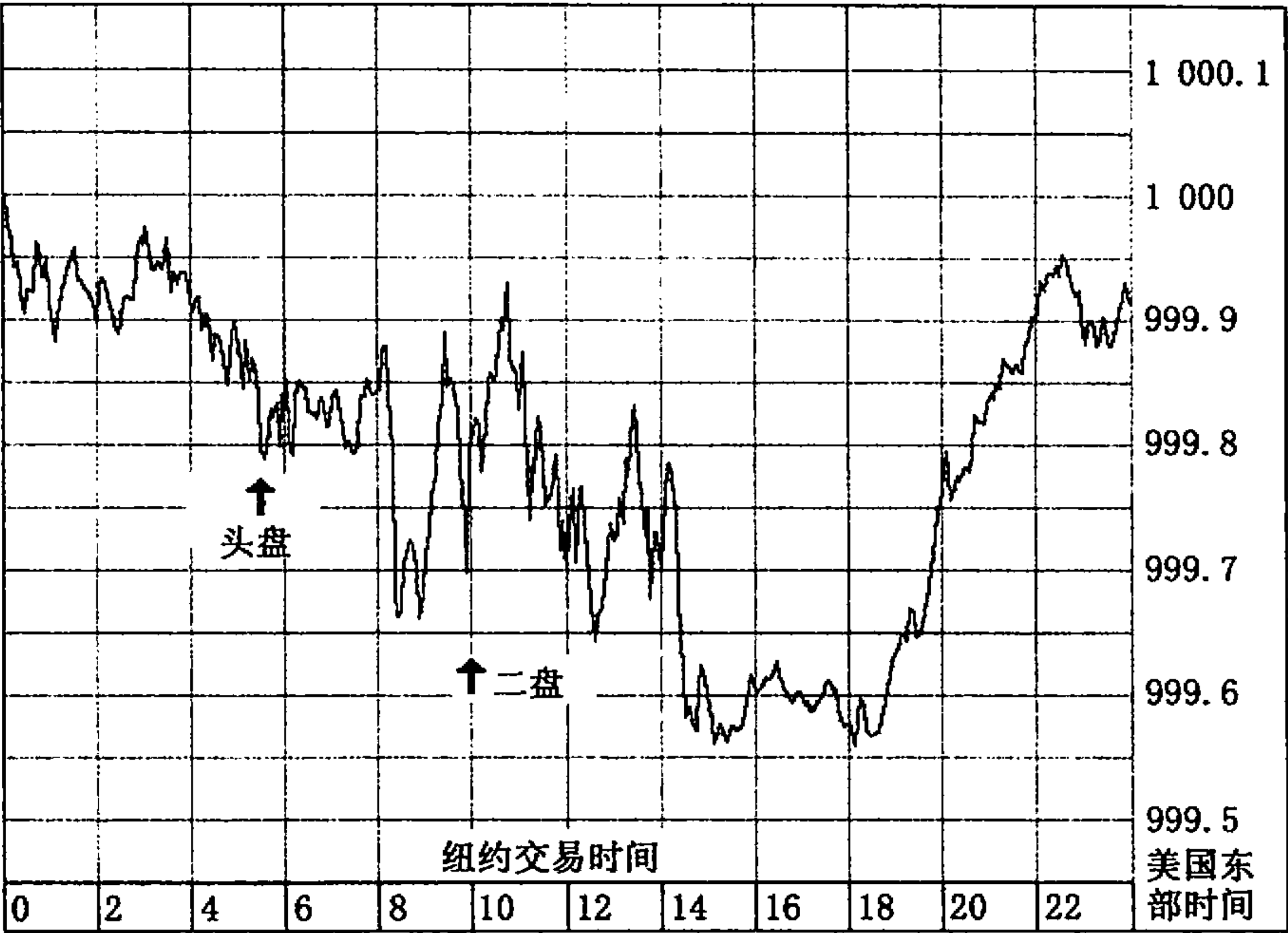


图 21 1994 年金价日均变动

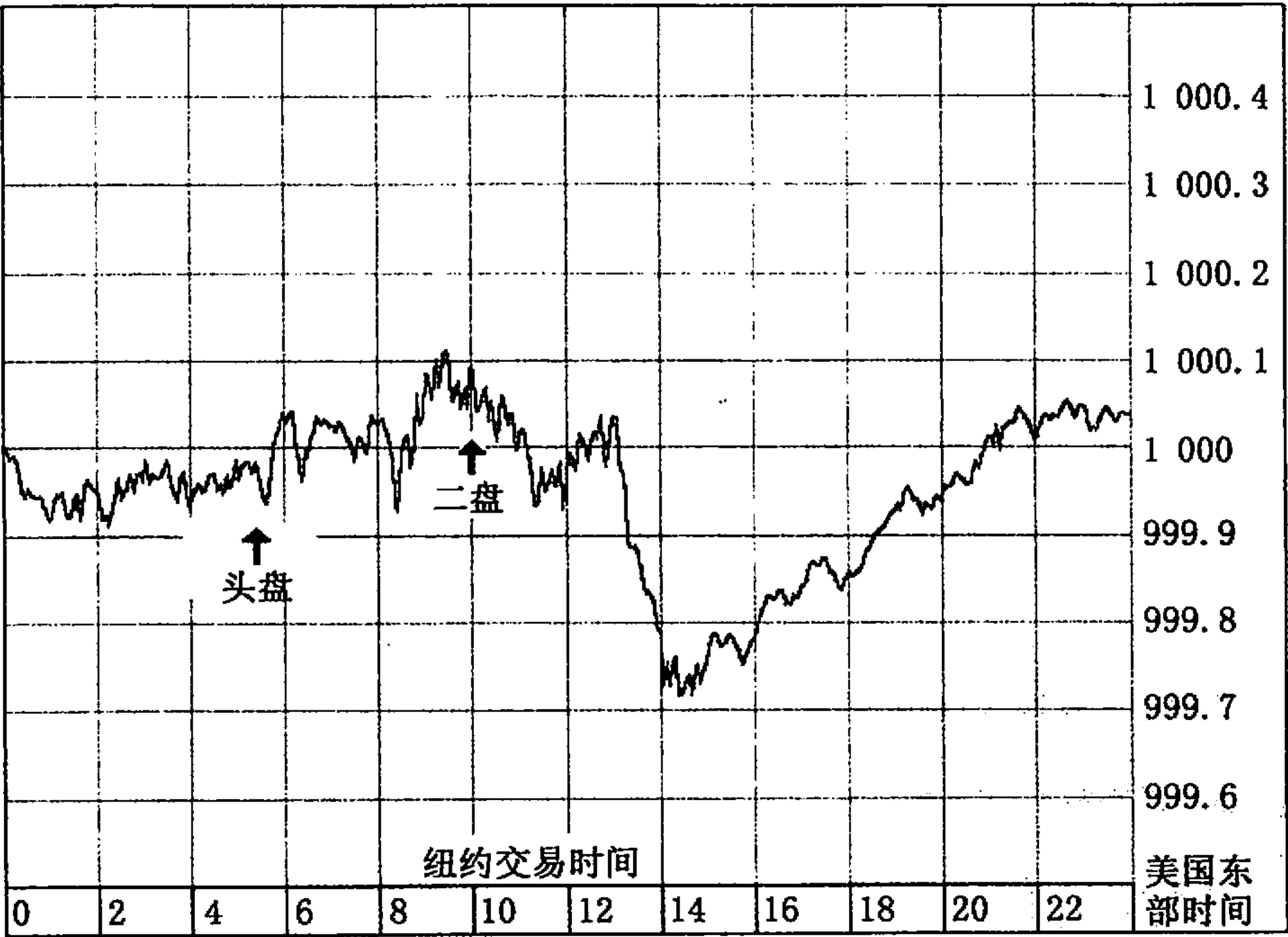


图 22 1995 年金价日均变动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有了这些时段的期货市场干预。但是即使是国家之间的夏令时间(这里就不特意计算了)也并不统一,这会对一般的观察产生一定的影响。此外,期货市场干预的幅度不稳定,有些年好像很少有期货市场干预的机会,或许原因在于中央银行大量供应实物黄金。

此外,人们会问,一些明显的日间行情变动是自然的市场行为,还是如人们所料为随时间变动的干预所致。如果金矿更倾向于以二盘卖出黄金,因为那时的市场流动性很强,而在这段时间金价下跌,则这次干预会部分定期合理化地影响价格,使得这种金价变动模式不会和本来的交易情况一样时弱时强、时有时无。当干预导致了如二盘明显下跌,市场参与者会迅速做出反应。2009 年 9 月 8 日,二盘又一次明显下跌,所卖的黄金每盎司少了 10 美元。没有一个交易者会又在面临同样情形时再次吃亏,显然他想要影响价格(抛开其他无法解释的异常事件,如收盘行情)。

根据扩展数据研究证实,金价从 1993 年 8 月 4 日起开始发生异常变动,而这些在之前没有异动。这在总体平均值的观察中就已经很明显,对于单独年份的平均变动的考察证实了结果(所有年份的平均日间变动见附录 1):1993 年 8 月 5 日开始对金价进行系统性干预。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不一样的黄金

我们在“为什么是黄金”这一节中说过,黄金不同于基于债务的储藏手段(包括信用货币),具有保值的作用,它的价值既不会因为债务的无力偿还而消失,也不会因为通货膨胀而贬值。黄金也有别于其他主要或者完全作为消费品的商品,黄金和货币有相似之处,即并不存在实际的消耗。而且由于黄金的保值功能,它的储存量已经是每年消耗的许多倍,在这点上黄金和其他的商品也有所区别。我们来仔细观察一下与金价干预相关的黄金储存量和流动量。图 23 所示的是某一时间黄金开采的估计量以及中央银行官方黄金储备量与生产和消耗估计量的对比。

这个关系有着重要意义。黄金存量的小部分就可以满足消费的需求,相反,人们需要多年的生产才能使得黄金的存储量有明显的提升。如果人们只把黄金作为一般商品,它的实物意义无疑确实如此,但绝非经济含义,那么人们可能会主要考虑生产和消费对价格的关系。这种考虑方式对原油和小麦的确有效,但对于黄金却是次要的。汽车驾驶员职业需要用车,那么即使价格翻倍,也必须加油。如果黄金价格翻倍,没有人必须买黄金。人们购买黄金主要是出于别的考虑,例如为了用于孩子教育的储蓄在通货膨胀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

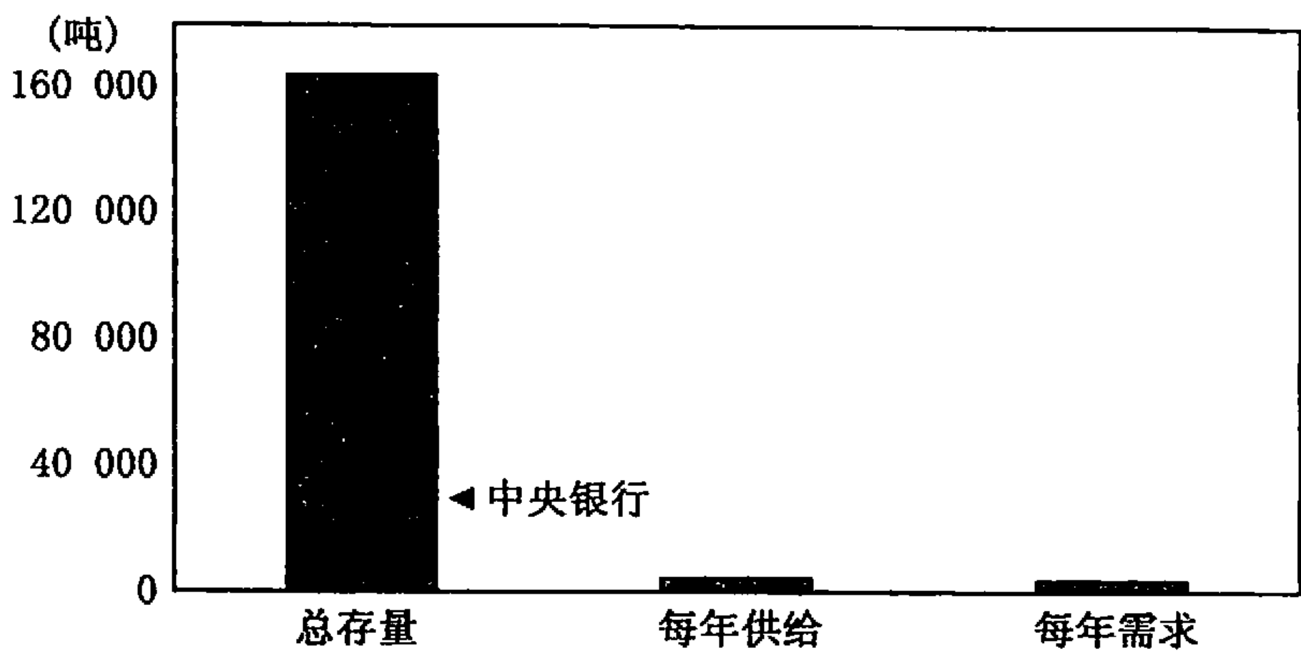


图 23 存量黄金和流通黄金(2008 年底)

时或者银行破产时得到保值;或者人们卖出黄金,是因为相信金融系统,投资到信任的银行以获取利息。因此,当储备的黄金被抛售时金价会下跌,当黄金作为保值手段被人们追捧时金价就会上涨。

只有黄金储备足够大且黄金作为保值手段的时候,金融机构才能够长期成功地影响金价。金融机构既可以售卖黄金储备满足需求,也可以潜在地促使投资者改变黄金持有量。没有政府可以不支付市场差价,而长期大幅度地降低汽油的价格。政府也不可能储备大量的油供好几年使用,但这些可以在黄金上实现(见图 24)。也没有政府可以不加顾虑地激励司机,减半使用汽油。政府只能艰难地通过价格来影响,而且也根本不可能通过汽油的替代品投资影响消费者行为,对于黄金这也可以做到。

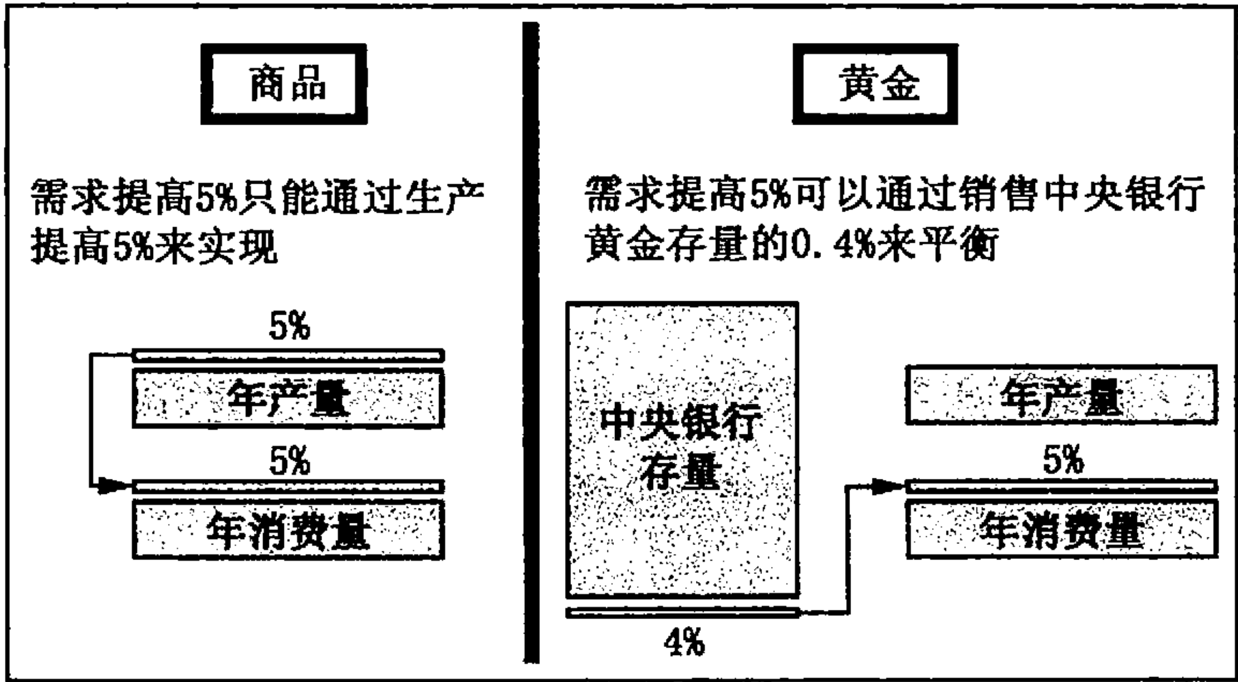


图 24 通过存量来操纵消费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黄金干预手段Ⅰ:抛售

抛售是最直接抑制价格上涨的手段。中央银行在过去几年里平均每年抛售了将近 500 吨黄金,而年消费量是2 500多吨黄金。无疑大量的抛售对价格带来了很大的压力,没有抛售显然金价会更高。当然中央银行有足够的动机来抛售黄金,用货币(美元)衡量黄金可能会有汇率风险,它的价格会下跌。此外,对于其他投资品,黄金的存储比率已显得过高。中央银行抛售黄金,并不一定是为了影响价格。图 25 为中央银行销售黄金的情况(数值可能会和官方的有所不同,这是通过专业的调研公司 GFMS 加入其他信息后估算的)。

但在过去的近两年中,一些中央银行抛售黄金的主要目的还是对黄金价格进行干预。由于缺少官方证据,这一结论只能由一些间接证据证明。中央银行不必自身有压制金价的需求,也可以是受到了他方的激励,例如当地黄金业对其进行的游说,因为黄金业再融资主要通过借入黄金来完成,此干预造成的负面行情变动可以导致其他中央银行抛售金价。关于抑制金价的煽动性言论也会促使市场抛售黄金,类似现在黄金已经过剩,无法带来盈利,其他的储备更安全,例如在瑞士发生的情况,这些舆论可以形成公然的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

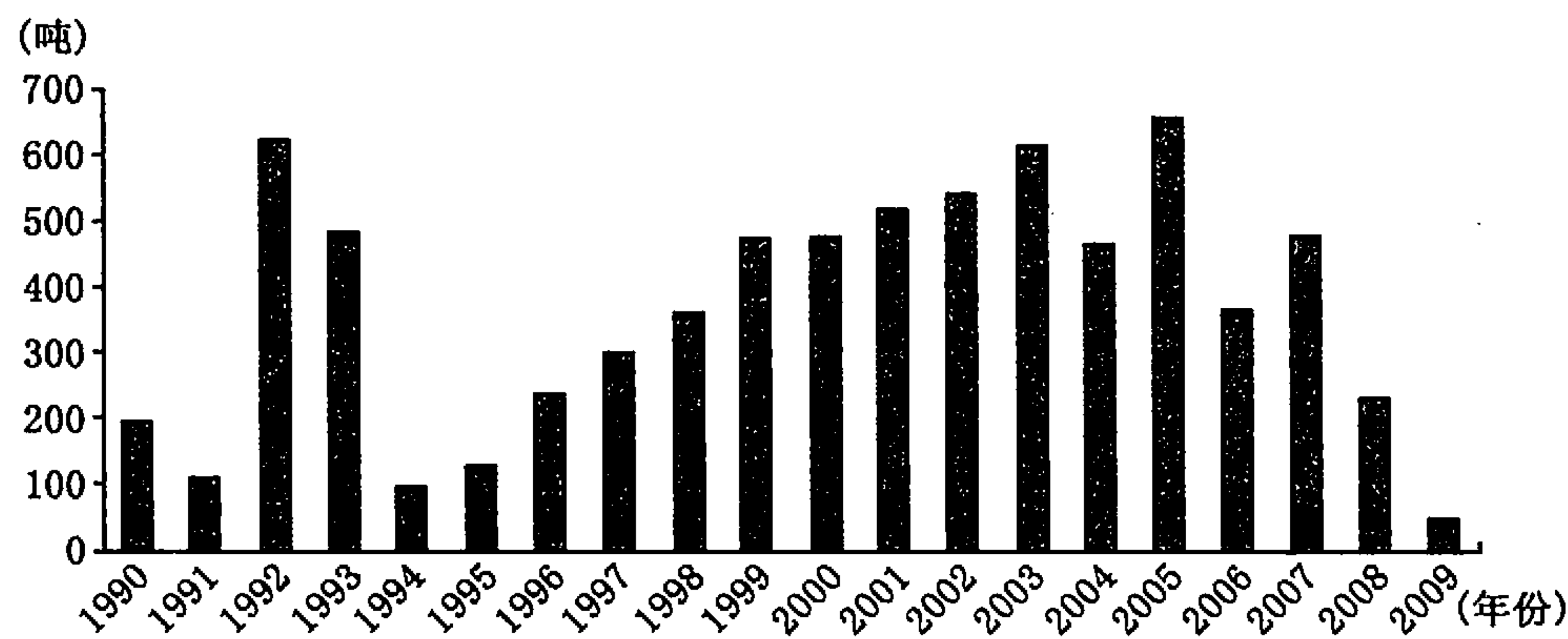


图 25　中央银行的黄金抛售

压制、煽动和诽谤[1]，瑞士银行突然受到政治家、行业协会和媒体的指责，认为他们在第二次世界大战中非法获取了大量的黄金，为此成立了一个基金会，售卖黄金的收入将归入该基金会，它将弥补过去的过错。当中央银行和公众阻碍黄金卖出时，人们会引用道德的观点。人们建议德国通过销售黄金来提高教育支出，国际货币基金组织销售的黄金可用于为穷国免除债务(对此也有人极力反对，因为金矿业承受了极低的金价，以至于数以万计的人失业)。许多政治家和记者出于无知或者其他原因，以不切实际的论断和有些不正当的行为方式反对中央银行将黄金作为储备，这在 20 世纪 90 年代末尤为明显，这对银行有利，他们希望金价下跌(关于这点后面会详细说明)。

在此，我们不能对具体的销售和相应的评注和理由一起分析。揣摩一个政治家的发言很难，他们到底是缺乏信息还是出于其他隐藏的目的才这么做，一些政治家会简单发表一些他们偶然听到的或者他们认为有说服力的东西。在我们这个通信和媒体发达的时代，人们很快会报道一些其他人的言论，只是因为这些话听起来很有道理、很完美，人们可以此在媒体中树立正面的形象。大家都只想着正面的形象，即使这些行为对未来没有什么积极意义。这里必须要提到这个人：前英国财政大臣和首相戈登·布朗，

[1] 参见 Lips, Ferdinand: “Die Gold-Verschwörung”, Rottenburg 2003, Seiten 237ff。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1999 年他提前宣告要抛售黄金,使得金价急剧下滑。中央银行的这种提前告知并不寻常,因为这会危及卖出收益。相反,布朗事先通告了这次抛售行为使得金价和抛售利润一同下滑。(美国人之前发表的关于销售国际货币基金组织的黄金建议为此提供了灵感，金价的走低说明通过这种公告干预已经成功了。)

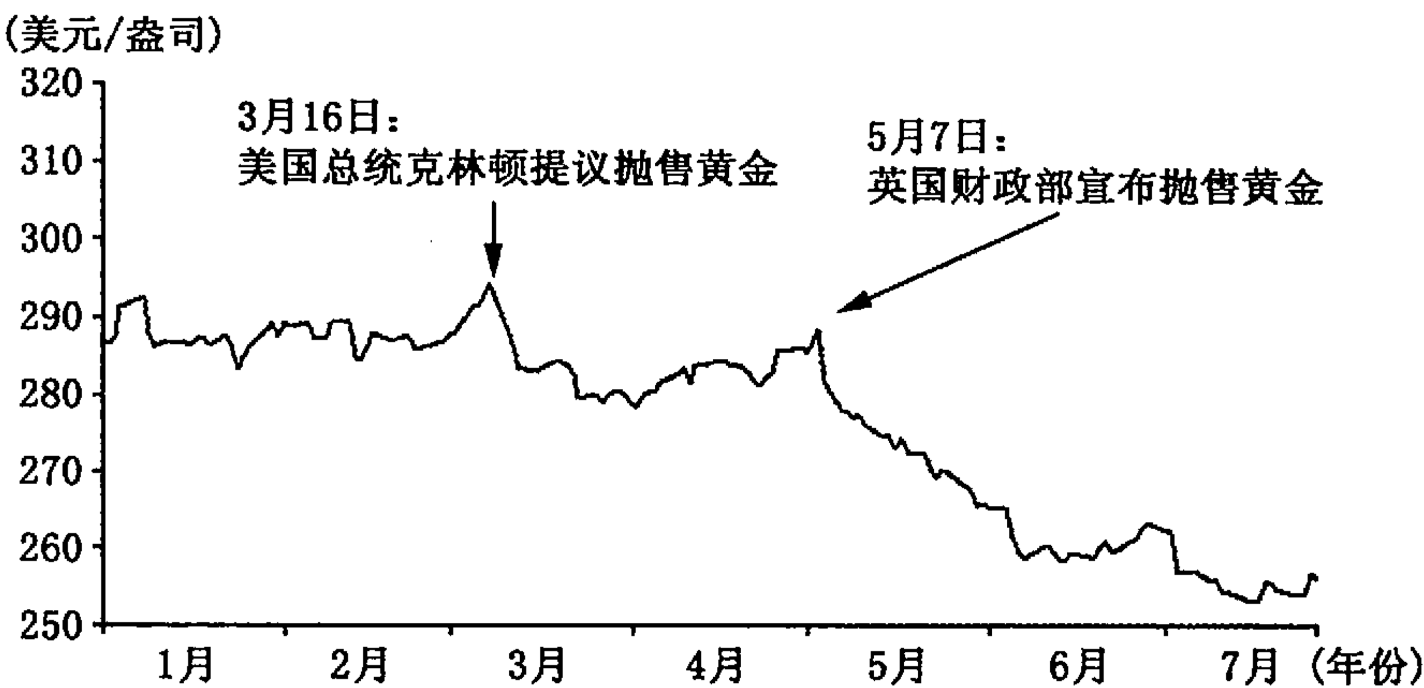


图 26　1999 年黄金抛售公告的影响

作为商人肯定不能长期忍受这种情况,且大部分人会灵活应对,作出的定价至少不会有损自身利益。对于这种预告若没有公开的原因(如法律,确实还没有已知的公开原因),那么只有两种原因:过于笨拙或者压制金价的目的。在这个语境中还可以看到其他的公告,尤其是表明目的的公告,抛售国际货币基金组织的黄金。在此,布朗也表现出积极推荐者的样子,虽然他没有必须这么做的理由,在不同时间至少有四次,他在这方面表现得很积极。[1]

此外,英国中央银行黄金储备的售卖也发生在差不多金价最差的时候,当时的金价行情处于多年低谷期。以前其黄金储备绝对是全球最大,现在却已变得无关紧要。售卖储备原因可疑,且出售的价格是现在的 1/4,英国的纳税人至少损失了二十几亿。那个时候,布朗以及他打压金价的公告就

〔1〕 Kosares, Michael: “The Gordon Brown Gold Rally Indicator Flashes Buy Signal”, www. usagold. com/amk/abcs-gold-rally-indicator. html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已被各方批判,批判声尤为强烈的是英国的反对党,此外还有政府和南非黄金开采国的矿业联合公司。据路透社 1999 年 7 月 6 日报道,一些大的矿业公司甚至联名发表质疑,真正的动机是不是支持通过黄金借贷的企业从下跌金价中受益。这引出了另一个话题:黄金借贷——压制金价的第二种手段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金价干预的手段Ⅱ：黄金借贷

从 20 世纪 80 年代以来，一种商业模式蓬勃地发展起来，以黄金为核算基础大量借贷物品(见图 27)。在所谓的黄金借贷中，长期储藏于银行保险箱中好像从未使用过的黄金，最后贷给了金矿(少部分也贷给了黄金加工业，如首饰生产以作融资保障)，与一些普通的信贷相似，银行起到了中间人的作用，在金融行话中叫作储金银行(储金主要是金块或金条的形式)。对于中央银行来说，这些银行减少了一些金矿倒闭造成的风险。此外，这些银行还会承担些细节性的工作，如选择业绩较好的金矿，这些中介银行会获得行业标准的酬金。金矿把借贷到的黄金卖到市场上，收益是整个一系列行为本来的目标，这些收益又被用于投资开采设备等，金矿用这些投资开采黄金，黄金负债从而得到清偿。这些金矿因此得到了黄金形式的注资，而不是货币形式，它们必须用黄金偿还，而不是美元或者欧元，即用它们所开采的物品支付。这样它们一方面可以在金价下跌时也能得到保障，另一方面它们无法从上涨的金价中获益。因为黄金贷款独立于金价变动，可以充分预见坏账风险，对于金矿来说可以更容易地贷到黄金。

这种实物借贷涉及范围很窄，而在这种情况下只涉及黄金。大部分通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

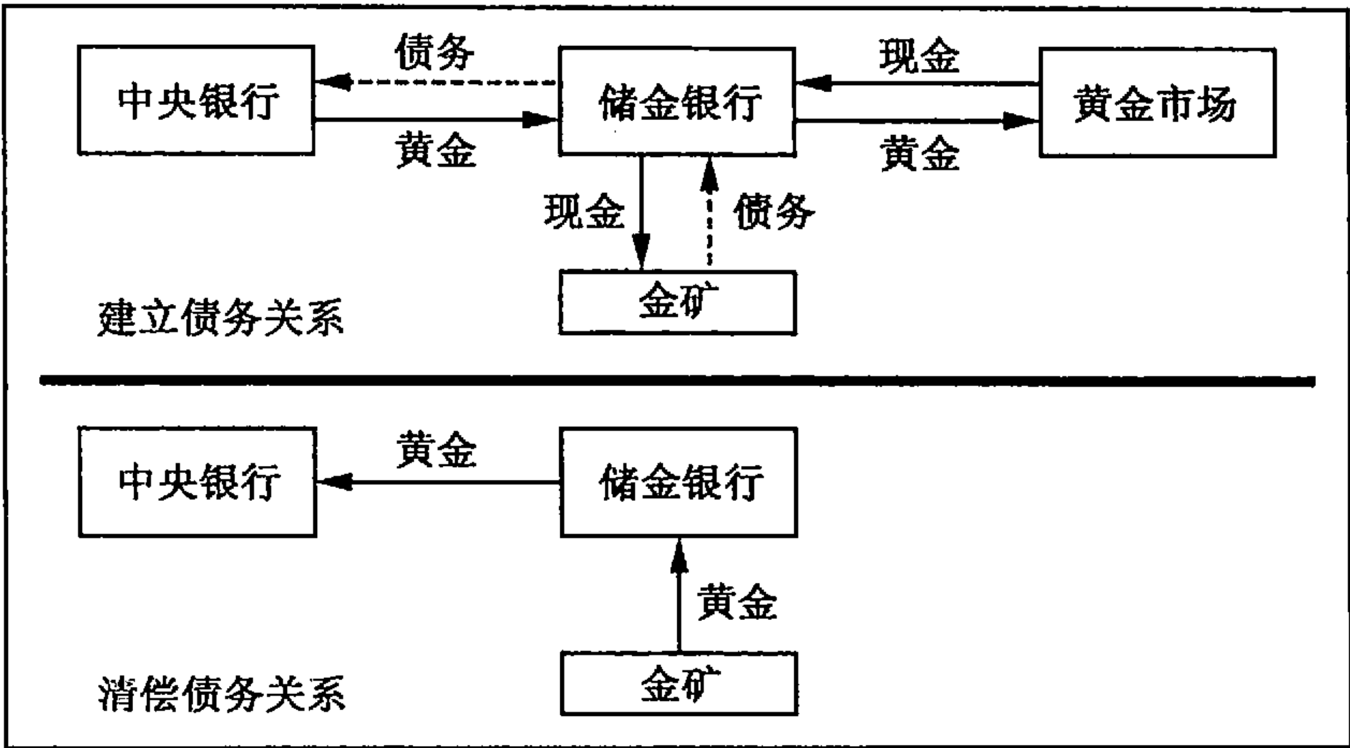


图 27　借贷业的功能机制

常的借贷物品都是货币，面包师不会借入面包，石油公司不会借入原油，当它们想要建立生产基地的时候，它们借的是货币。黄金借贷的前提是已经存在的高储备，只是因为中央银行已经在保险库中存储的黄金相当于多年的产量，这些金矿才可以借到大量的黄金。这种形式的实物借贷只存在于黄金借贷且是在货币和黄金挂钩解除之后(1971 年)。黄金借贷是一种实物借贷，与其他的实物借贷也有着相似之处。当然它和大多数的实物借贷交易还是有区别的。其中还贷的时候一般不是还回和借时一样的黄金，而是另外的。这使得黄金在此期间有意地被卖入市场，这样的销售和其他的任何售卖一样，供给增加，从而影响并压低价格。除了中央银行外，这种黄金借贷者也为黄金市场供给了实物黄金，贷出的黄金和直接抛售的黄金一样对金价产生消极影响。

对于澳大利亚这样的产金国，它们的中央银行一开始借出黄金的原因是支持和间接地资助当地黄金产业，它们可以简单、有效和独立地从金价中再融资。相应的，也有来自储金银行、金矿业和相关组织的游说工作。他们试图在全球范围内对中央银行施加影响，让中央银行贷出黄金。

中央贷出黄金的重要原因当属于可以从中获得的利息收入。黄金借贷的利息和通常的资本利息不同，黄金借贷的利息完全独立于资本市场的利息，它的定价也独立于供给和需求，可以根据贷出黄金的供需情况任意制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定。20 世纪 80 年代该利率的平均值为每年 1%，最高达到过 3%。利息低的原因是，那个时候相对于银行大量的黄金储备只有很小一部分贷出去。中央银行甚至考虑过不收利息还是收小额利息的问题，逐渐地它们决定即使金额很小也要收利息。当时签订了很多短期协议，类似于私人投资者将定期存款放在银行。一些中央银行认为相对于收不回黄金风险，1%的放贷年利率过低，最终将最高年利率改成了 3%，但利率回到 1%的时候，交易还是得以继续。估计大约有 50%的中央银行在 20 世纪 90 年代初期决定借出黄金。

乍一看，黄金的借贷好像是在开放市场上进行的，因为中央银行之间互相存在竞争。但仔细考虑就会发现，中央银行是政治机构，带有货币政策性目标，并非一般出于自身利益进行交易的私人投资者。值得注意的是，尽管中央银行持有大部分黄金，但它们在贷出黄金获取 1%的收益时，对他们来说太费事、风险太大，它们只是很小程度上参与到该交易中。因为贷出的黄金受中央银行主导支配，黄金借贷利率还是属于政策性定价。至少一些中央银行从货币政策的角度出发，以低利率贷出黄金。其中的一个原因是资助金矿，允许金矿借到如此低利率的黄金；另一个原因来自黄金套息交易商盈余的注资，因而它们是金价压制的第二类参与者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黄金套息交易

套息交易(Carry Trade)是外汇交易中一种常见的融资套利模式,通常指借入低利率货币,然后转存入高利率货币获取回报。例如,几年前人们可以借入利率 1%的日元,然后购入 9%利率的新西兰元,8%的利息差就是可预期的收益。此外在偿还借贷的时候,汇率起到了决定性的作用。例如,若新西兰元一年后跌了 8%,这次交易就会蒙受损失。收益和汇率的变动密不可分。投资的货币升值和借出的货币贬值,套息交易就可从中获得收益。

黄金套息交易是可类比的一种交易形式,只不过所借的是黄金。人们从中央银行借出黄金,然后投入更高利息的地方以赚取利息差。但是,黄金要先被卖掉,才能将收益投入如定息的贷款中。外汇的套息交易是可以由个体进行的,但黄金套息交易却有很大的局限性,因为中央银行的黄金不是每个人都可以借出的。一开始可参与的范围更广一些,后来中央银行对借贷黄金的对象限制得越来越严。在此期间主要是一些做普通黄金借贷的商业银行,例如储金银行,从事黄金套息交易这个行业。图 28 是黄金套息交易的图解。

黄金套息交易主要是从传统的黄金借贷中发展而来的。储金银行和金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

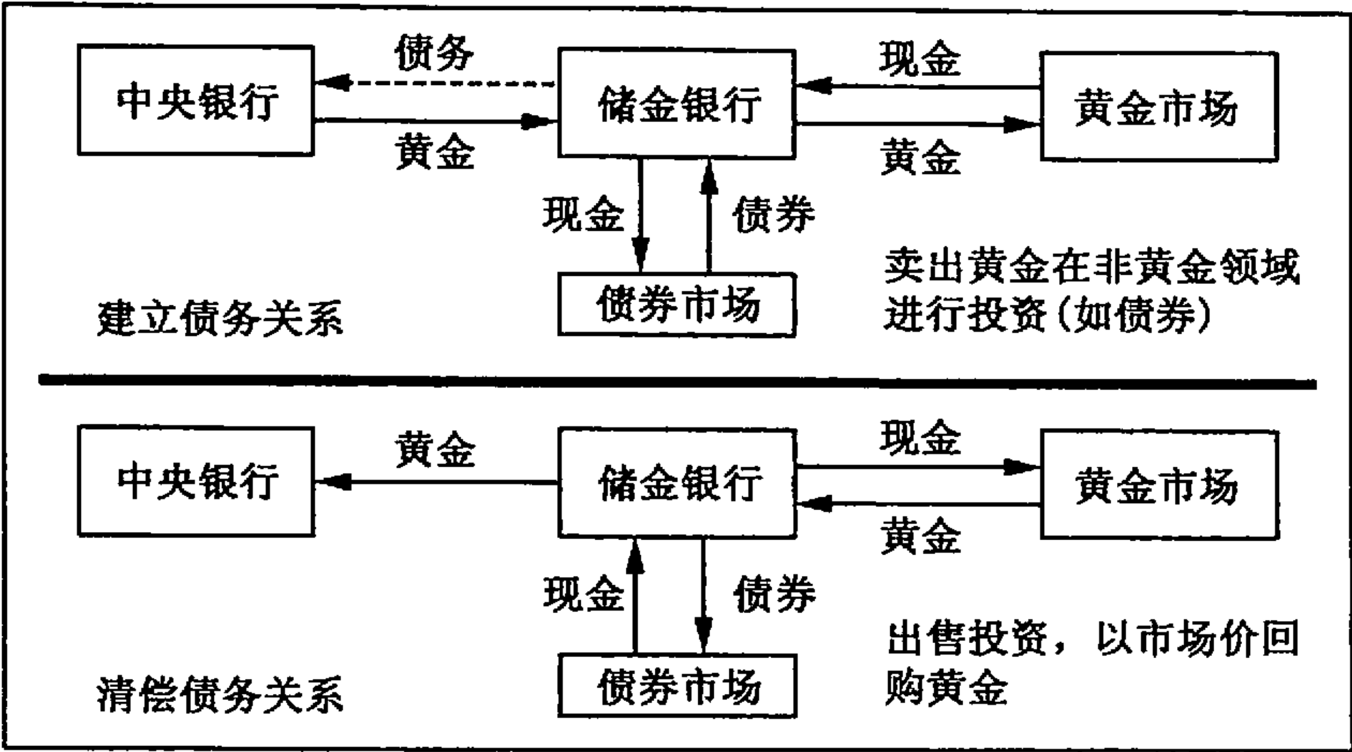


图 28　黄金套息交易的运行机制

矿签订关于未来黄金供应的协议，它们只能在通常的银行贷款中获得收益，收益的形式主要是佣金或者转贷获得的低利息差。在黄金信贷中，中央银行不把银行和金矿做搭配交易为前提，这种搭配交易在常规的黄金信贷中很常见。因而每个人都可以利用这个机会，以黄金借贷的形式融资。储金银行（或者其他的套息交易商）以很低的利息借到黄金，然后将这些黄金卖到市场上，所获得的收益再投到更高利息的地方。借黄金的利息和放贷的利息差额往往很高，这也是交易的盈利所在。与其他的套息交易商一样，金价下跌时储金银行能从中获利。因为他们有黄金负债，所以能从市场上回购的黄金价格越低，他们的盈利就越多。相反，若金价上涨，他们就会亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私人银行和中央银行的合作

套息交易商对下跌的金价尤感兴趣,这与他们的经济属性密不可分,他们要从中获利。同时一些中央银行出于政治目的也不希望金价上涨(这点我们可以之后再谈)。另一方面中央银行可以直接干预市场,它们在外汇和黄金市场上经常这么做,有公开的也有秘密进行的。在这里它们却很少参与,它们可以委托储金银行完成部分工作,并不需要亲自积极地参与到市场中。中央银行抑制金价上涨,符合私人银行的商业利益。

原则上说储金银行并不需要说服,它们需要中央银行的支持。当它们接管对期货市场每日干预之类的工作时,它们也需要实物黄金。就如开始时所说,期货市场干预尽管遏制了潜在投资,但在金价很低的情况下实物需求难以满足,实物必须通过中央银行的抛售或者放贷得以解决。私人的储蓄银行完全可以接管日常交易。

有了金价压制的共同利益,压制金价就是一个自然的过程,它所需的只是少量的协议。这个过程一旦被推动,就会由于共同利益而长期自行运转下去(见图 29)。中央银行和储金银行并无必要了解所有参与者的细节和背景,它们需要的是最高层面上的允诺和协议。中央银行方面的具体交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以是把常规黄金放贷作为具体干预。储金银行方面可以内部系统地影响金价,但对外还是作为套息交易和黄金放贷的一部分。当然不能让成百上千的人参与其中,若有人有意或无意向外透露什么,这会增加缄默的银行家和中央银行家的风险。当然会有一些参与者了解内情,但不是所有人都知道。那些参与了交易过程某一部分的人,即使是负责中央银行黄金放贷交易过程的人,也不会知道交易中的整个关系。

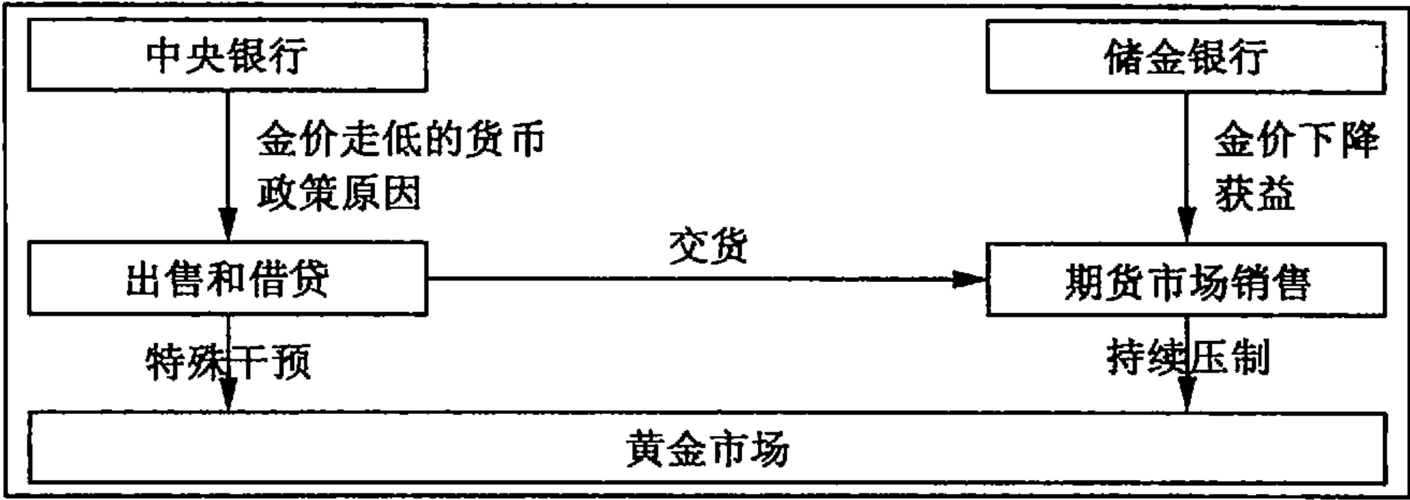


图 29　中央银行和储金银行的利益关系

适用于个体数字的东西,也适用于相应的机构。几十家储金银行中,和官方保持这种交流的也是少数,它们会占有较高的交易额。最后,美国金融机构间亲密的人际关系广受批评。原则上个人和官方的高级合作需要签订协议(黄金借贷协议当然要书面的),通常由于共同利益这些也变得没有必要。中央银行绝对没有把所有的细节都加进去,周密安排的遥控总的来说也没必要。共同的利益要求保持较低的金价,一些不断变化的口头协议、方法以及合作伙伴足够了,但也要具体的约定(人们可以用来确定金价的目标价格)。

此外,个人和官方的合作并非无历史依据。早在 1987 年股市危机时,私人机构就通过市场干预来代理美国的中央银行,主要是通过购买期货合约来支持市场。实情在市场范围内众所周知,之后通过鲍勃·伍德沃德(Bob Woodward)证实了政府内幕,鲍勃·伍德沃德因为揭发"水门事件"而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出名且可以采访高级行政官员。[1] 1987 年 10 月 19 日美国的股票市场下跌了 20%，成为历史上损失最严重的一天，金融体系面临停止运营和崩溃的危险(2008 年金融市场的停止运营难以阻止)。

因为实物黄金供给增加了，所以黄金套息交易和黄金借贷一样会对金价产生负面影响。此外，由于共同利益，如储金银行之类的套息交易商和中央银行有密切联系，而且套息交易商为干预活动注资，商业银行可以长期从利差中获得巨大盈利(它们今后可能会需要这些盈利，因为金价已经涨了好多年，这会造成损失)。

除了每天的干预工作外，套息交易本身就提供了合作的可能性。尽管较低的贷金利率使收益较高，但却不稳定，因为套息交易存在黄金负债，依赖于金价的变化。如果中央银行能通过卖出黄金或扩大黄金借贷交易来保持较低的金价，储金银行会有动力参与更多的中央银行套息交易。

[1] Woodward, Bob: "Greenspan", Hamburg 2001, 51；伍德沃德介绍了真实情况的可能形式，因为这样一种合作有可能不合法。同时他很明白地指出了原因，他把之前的一种可能情形当作事实展开。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

露馅：中央银行也是人控制的

为了维持储金银行和中央银行的运作机制，中央银行必须保证在金价上涨时能提供足量的黄金。这里引用当时的美联储主席格林斯潘 1998 年说的话："私人的协议伙伴也不能限制供给黄金，黄金经常在银行间交易，如果金价上升，中央银行就会准备贷出更多的黄金。"[1]

他的言论所涉及的当然不是系统性干预，而是可能会发生的银行间交易的调整。如投机商之类的人就可能尝试着人为地推高价格，以赚取非常规收益。格林斯潘试图干预这些人的图谋，在他举的例子中，他提到了黄金以及相关运行机制，该运行机制是系统性压制金价的核心部分，除此之外就没有其他关于该机制的信息了。尽管他在另外的情形下还提到过，但是他很明确地说过，中央银行要贷出黄金，以压制金价上涨。格林斯潘没有说银行已经这么做了，但至少做好了相关的准备。

从他的言论中还可以发现，提到的银行是复数的，放贷已经是为压制金

---

〔1〕 出自美联储主席格林斯潘在美国国会参议院农业营养及森林委员会听证会的声明，第 105 届第二次会议，1998 年 7 月 30 日。http://agriculture.senate.gov/Hearings/Hearings_1998/gspan.htm。黄金反垄断行动委员会(GATA)经常引用这段话。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价而商定好的手段。为什么中央银行们要协作，从而可以用金价上涨来澄清当时看来银行交易中难以置信的问题？在原油、天然气、汽油、白金、钯、银、铝、镍、锌、咖啡、小麦、黄豆、玉米或者更大的股票市场和借贷市场上他们会怎么做？对于每种物品都有独立的解决方法。这种通过放贷来扩大供给的方法还是很特别的，至此人们才会想到这种干预方式。人们不禁要问，为什么格林斯潘用黄金举例，并将这种异常的黄金借贷解决方法称为价格的影响因素。合理的解释是，他已经在着手这方面的事情了。

除此之外，格林斯潘还将金价的上涨（如果金价上涨）作为中央银行干预的理由。这里还有一个问题：中央银行是如何观察到金价上涨的，上涨是常规的（由于供给短缺，需求增加），还是非常规的（人为推动了价格）？这些银行并不能做到。如果银行要阻止非常规上涨，而银行又不能区分常规和非常规上涨，它们就必须抑制每一次的上涨。这显然非常紧迫。因此他们已经这样做了（1998 年）。

另外，干预商品市场并不是中央银行的工作。没有法律授权它们这么做，也很难找到合适的授权（当商品一周内涨了 5%时，中央银行要拿自己的资产去放贷，以阻止进一步的价格上涨）。当然格林斯潘在举例的时候没有考虑到这一点。

格林斯潘举这个例子，因为它非常适合这个监管问题的语境，这样可以使负责的政治家放弃继续调整：确实没有人可以人为地推高金价。因为中央银行会在上涨的金价中遭受损失，从而致力于抑制其上涨。格林斯潘在这里完全露馅了，引人注目的是，这个例子一举，就像有效地控制了金价。尽管有不同的情况，但是只有当中央银行已经开始干预价格了，这番言论才有意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

缄默的会计账户

公众事件的透明化是现代社会中最根本的要求，相应需要公开的还有中央银行的定期资产负债表。大量贷出的黄金应该至少相应的在资产负债表中表现出来，这样人们就可以检验，黄金借贷和黄金套息交易是不是干预手段，人们还可以估算出干预的范围。我们来看一下联邦银行资产负债表中相应的头寸（见图 30）。[1]

1. 2007年12月31日德意志联邦银行资产负债表

资产

		2007年12月31日
	百万欧元	百万欧元
1 黄金和黄金债权	68 194	62 433

图 30 德意志联邦银行资产负债表摘录

这里出现了“黄金和黄金债权”。什么是黄金债权？黄金债权就是以黄金计量的债权，以黄金借贷和相关的交易形式产生，这种权利是联邦银行对

〔1〕 德意志银行 2008 年度经营报告，第 134 页，www. bundesbank. de/download/volkswirtschaft/jahresberichte/ 2008gb_bbk. pdf。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三方，即其他中央银行和储金银行的权利。这样的黄金债权与黄金有根本性的不同，中央银行是否能收回黄金有一定的不确定性。黄金和黄金债权的头寸是由中央银行和私人担保的，并没有进一步的细分。联邦银行在公开信息时并没有独立列出贷给储金银行的大量黄金，这并不符合国家资产负债表标准(《商法》第 266 款明确规定要单独列出)。但是按照国际惯例这不需要独立列出，大多数情况下，中央银行都没有公开贷出了多少黄金，因此大家都没有中央银行贷出黄金数量完全可靠的说明。

这是完全难以理解的，所有人都缺少可靠的证据。交易的过程(从已有的报告中我们得到结论，联邦银行已经贷出了 8 吨黄金)以及各个中央银行和各个所属国家的正常利益都没有得到保障。即使人们不赞成，中央银行也可以延迟公布数据，即使在年度报表中有短暂的差异也可以。中央银行做一次公示很有必要，因为多年来流言和猜测就已盛传，说中央银行的大部分黄金(有时候是过半)已经流失(因此这些黄金已经不在银行的金库内了)。这些流言都是人们对银行失去信任的表现，中央银行可以通过公示数据来清除流言。

甚至有另外一种完全不为难的方法：中央银行可以将自己不愿意公开的数据交给可以信任的国际货币基金组织(IMF)。国际货币基金组织会将其存入其数据库，将所有数据合在一起发布。例如，某个中央银行不想将其外汇储备(例如 60%的美元、30%的欧元和 10%的日元)的组成公开，可以将其告知国际货币基金组织。[1] 国际货币基金组织会把所有的外汇储备聚集在一起，然后将所有中央银行的外汇储备合在一起公开，这样就可以将一个中央银行的数据保密，研究者和公众也有了可靠的数据来源。这种方式已经试行了多年，大多数中央银行参与到其中，但是，在贷出的黄金数量方面他们还没有这么做。

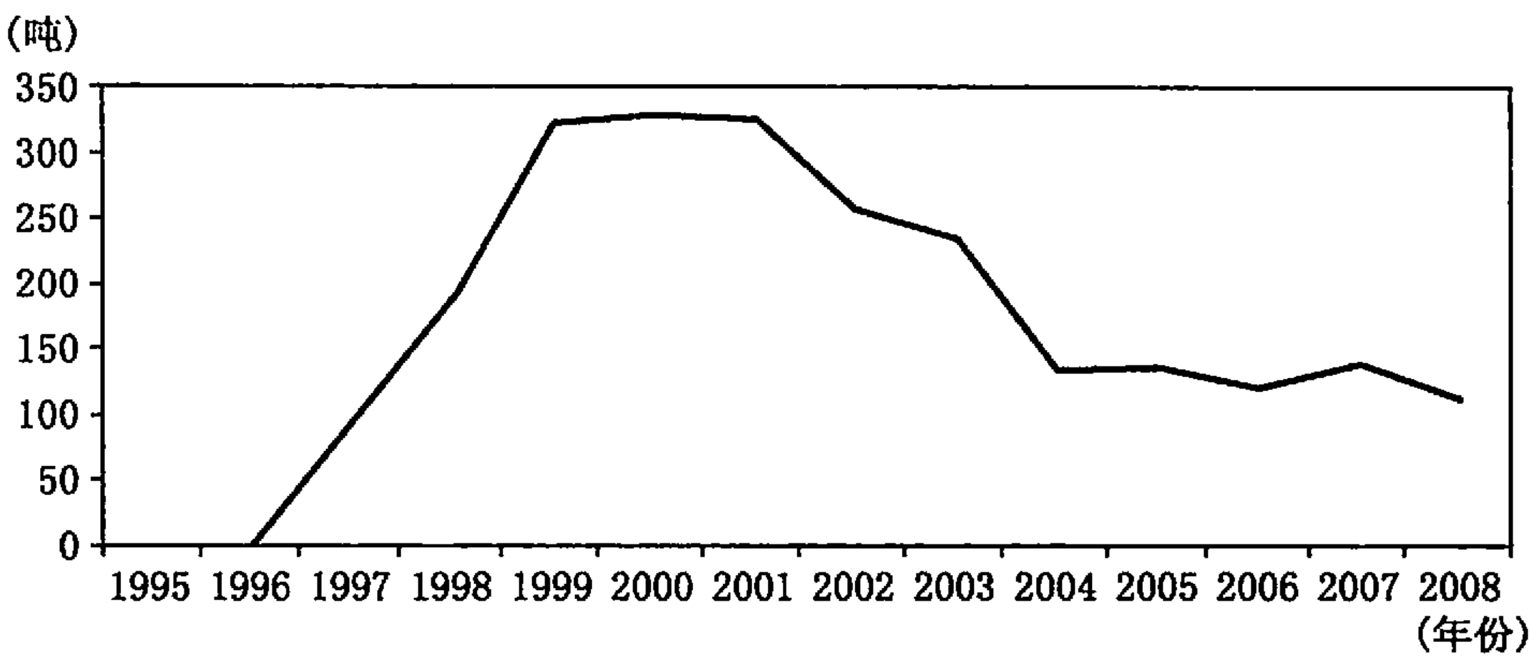
我们没有官方的数据，只有很少例外，如葡萄牙银行的贷出比率为

---

〔1〕 140 家中央银行(2009 年 6 月的数据)向国际货币基金组织这样报告；International Monetary Fund: "Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)", www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

54.9%(2007)，瑞士国家银行 10.8%(2008，见图 31)以及国际清算银行 11.1%(2009 年 3 月)。[1] 这些是中央银行在黄金借贷交易中提供的最透明的信息，但比例却极低(如下章所示，这也关乎资产负债表合法性)。绝大多数的中央银行都没有公开说明借贷的黄金数额，也没有延迟说明或者是委托国际货币基金组织间接说明。[2] 因此，不同于外汇储备和黄金储备，我们甚至无法得到全球黄金借贷总数的近似数据，即使这些数据对于黄金市场意义重大(我们还会继续看到)。



来源：瑞士国家银行。

图 31 瑞士国家银行贷出的黄金量

那清点黄金存货的结果如何？每个商人至少一年会清点一次存货。在全球最有名的金库诺克斯堡，近期都没有正式地盘点过存货。总的来说，中央银行和其他国家机构的黄金仓库都没有被独立地检查过，只有很少的存量由于内部检查才被公开。因此，也没有金库存量的说明，从中我们可以推断出贷出黄金的确切数量。

---

〔1〕 葡萄牙银行 2007 年度经营报告，第 348 页，www.bportugal.pt/publish/relatorio/antigos/rel_07_e.pdf (之前达到的超过 50%的掉期交易率由葡萄牙全部冲正)，瑞士银行 2008 年度经营报告，第 115 页，www.snb.ch/de/mmr/reference/annrep_2008_komplett/source，2009 年 4 月 BIS 月度结算，www.bis.org./dcms/fl.jsp? aid=53&pmdid=4&smdid=21&y=now。为了简化起见，这里将活期和定期存款归为借贷款项中，虽然没有给出是否将活期存款("综合管理池")用于向市场上放贷以及多少活期贷款用于放贷。

〔2〕 三个机构发表的数值还没有足够的代表性，不足以以其为基础推测所有中央银行的数值。葡萄牙属于大宗出借方(因为它的黄金在所有的储备中的比例非常高)，谨慎的瑞士国家银行就属于小宗出借方。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不可思议的黄金数量增长

中世纪的炼金术士无法完成的事情，中央银行通过关联交易完成了：它们增加了黄金量，这并不是开玩笑，这里说的是黄金不是货币。它们是这么做的：借出黄金的中央银行借给储金银行 100 吨黄金，然后黄金被卖给买入国的中央银行。这 100 吨根据当前中央银行管理实践计入借出中央银行资产负债表的资产项“黄金和黄金债权”。现在，在买入黄金的中央银行资产负债表上也记录了 100 吨黄金的资产，因为它们买入了这笔黄金。从 100 吨一下子变成 200 吨，在双方中央银行的资产负债表的资产项各 100 吨，加起来就是 200 吨。在这种情况下，我们可以假设在国际货币基金组织的数据中显示的是 200 吨黄金，尽管事实上只存在 100 吨。

当然黄金并没有实际增加，这只发生在资产负债表上。我把车借给了我的邻居，当他把车开到巴黎，我当然不能同时把车开到罗马了，我们不能同时占有汽车。我拥有汽车和我借出汽车之间有很大的差别，当我借出汽车，汽车就供借车的人使用，而不是我。此外，还有其余的不稳定性，例如我是否能要回汽车。

债权不是实物，债权的对象人们不能马上支配使用。这一点很久以来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人们就已经清楚，因此，根据德国商法的规定，债权要分开说明，否则其他项也会变得无逻辑且不对称。联邦银行根据商法编制资产负债表，债权应该是分开说明的，不过在执行上有适当的偏差也是允许的。[1]

联邦银行属于联邦，联邦财政部 2002 年表示，德意志联邦银行可以“出于商业政治目的”而不公开贷出黄金的确切数量。[2] 若这些黄金借贷的交易额事后被人所知，并不会威胁到黄金借贷交易的收入，有关的市场太大了，这只涉及了借贷数额公开，并没有涉及商业伙伴。如果联邦银行报表上多了，例如 8 吨，几个字，联邦银行不会在黄金借贷交易中少收 1 欧元，442 450 欧元的收益（见下一章）也不会受到威胁，这只占整体收益的 0.007%。事实上瑞士和葡萄牙的中央银行行为也证明，并没有什么反对公开的商业政治原因。所谓的商业政治原因只是借口，事实上并不存在。同样的，人们可以有效地排除对如此重要头寸（对资产负债表尤其重要！）的疏忽。

但是，如果联邦银行贷出黄金数量的公开并不会影响到它的工作，那么肯定还有更高层次的利益关系，有可能是为了掩盖全球借出黄金的总数。由此，中央银行间接却明确地承认，各国中央银行之间已经达成协议，不公开这一数额，这样全球范围内到底有多少黄金被借出去就不得而知。

这种借出数额的保密不符合大多数国家资产负债表制定规则和国家资产负债表国际准则的规定，为此，之前所说的实物资产和债权的区别就显得很重要。国际货币基金组织的国家资产负债表编制准则也要求有独立的列出，这样可以立即对储备进行评定[3]，而在法律和事实上，这对于贷出的黄

---

〔1〕《德国商法》(HGB)266 条，《联邦银行法》第 3 条 26.2 款。

〔2〕引自 Bandulet, Bruno: “Wo ist das Gold?”, 国际贵金属和原材料专业博览会的博览会项目，慕尼黑，2005 年 11 月 18 至 19 日，第 66 页，参阅 www.goldseiten.de/content/kolumnen/artikel.php?storyid=4；同样的说法也出现在联邦银行 2009 年 7 月 10 日给我的传真中：“考虑到此项措施的政策意义，我们不能告知您关于黄金借贷业务的进一步情况”，见“外汇管理”。

〔3〕例如 Kester, Anne Y: “International Reserves and Foreign Currency Liquidity: Guidelines for a Data Template”，华盛顿，2001，第 72 点和第 99 点等，http://dsbb.imf.org/vgn/images/pdfs/opguide.pdf；国际货币基金组织（IMF）本身在黄金借贷方面不以这个核心思想为指导。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金都没有给出规定。虽然大多数国家的中央银行不符合标准，但是却遵循它们的协议。如果又有少数中央银行离开偏离标准的大多数，必须对此做特别说明，葡萄牙就有教训(后面会提到)，瑞士也是另搞一套，而国际清算银行(由于一些私人股东)法律上和事实上都是个例外。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德意志联邦银行贷出了多少黄金

奇怪的是,德意志联邦银行在另一方面又做了细化的说明,在利润栏里它们却特别公布了黄金放贷的利息收入。这当然同样违背了商业政治原因,根据商业政治原因不能列出黄金数量,这再次说明了所谓的商业政治原因只是借口。除此之外,公开利润有力地证明了中央银行们的协议主要涉及什么(涉及了对贷出的黄金数量的保密,而非其利润)。

单单列出收益,而非贷出黄金的总额,还是无法从根本上消除大家的顾虑:理论上所贷出的黄金要比收益所暗示的多很多,但由于可能利息较低或者不收利息使得情况不明朗。因而有些市场观察者猜测,贷出的黄金达到了德意志联邦银行黄金储备的一半,即 1 700 吨(这一点后面还会提到)。人们还可能会想,为什么联邦银行单单列出了收益,按照资产负债表应该列出黄金的总额(以及其货币价值)。无论怎样,用其他的信息来代替本应该公布的信息,都会让人注意到且感到不舒服。我们来看一下 2008 年的经营报告以获取更多的相关信息(见图 32)。

在外汇利息收益栏中黄金单位为百万,数值为零。由于零是四舍五入的结果,所以德意志联邦银行2008年的利息收入应该是0～50万欧元之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利息收入

项　目	2008 年 百万欧元	2007 年 百万欧元	与去年相比的变化	
			百万欧元	百分比(%)
外币利息收入				
黄金	0	1	1	56.0

图 32　德意志联邦银行资产负债表摘录

间。同时和去年相比变化率为 56%，这说明 2008 年是有利息收入的，不然变化率应该是 100%，通过变化率我们也可以获得一些附加的信息。

从利息收益和变化率这两个给出的数值中，我们可以精确地算出，黄金借贷业务中的利息收益到底有多少，前一年的变化幅度可以限制下一年上限和下限幅度。数据从 2003 年开始才公布(2002 年之前它还属于其他一栏)，2003 年 700 万的利息收益是四舍五入的结果，因此它的实际数据应该在 650 万～750 万之间，另外还列出了变化率 19.4%，从中又可以推断出 2004 年的一个更精确的上限：因为在前一年最大值是 750 万。而下一年 2004 年收益值是 600 万，这意味着精确值在 550 万～650 万之间。另外 2004 年的变化率是 19.4%，因此可以得出 2004 年的更精确的上限值：2003 年的上限值是 750 万，19.4%的负变化率意味着 2004 年的上限值不会超过 604.5 万，604.5 万小于 650 万，所以 2004 年的上限为 604.5 万。2004 年的下限 550 万已经是最精确的值了(因为 650 万变动 19.4%是 523.9 万，小于 550 万，所以取 550 万)。通过这种限制计算法，我们可以获得上限和下限的幅度一年比一年小，即使变动幅度很大，所得到的数值也更为精确。表 1 详细说明了这种计算方法。

表 1　　德意志联邦银行黄金借贷的利息收益　　单位：百万欧元

	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
利息额	7	6	6	0	1	0
变化率		－19.4	－8.7	－94.3	220.2	－56.0
上限	7.5	6.045	5.519	0.315	1.007	0.443
下限	6.5	5.5	5.5	0.314	1.004	0.442

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008年德意志联邦银行黄金借贷业务的利息收益在44.2万～44.3万欧元之间,这个差距是在精确到小数点后面三位的情况下计算得出的。如果把精确位数提高到1欧元,那么结果是下限441 684欧元,上限443 216欧元,因此德意志联邦银行在2008年黄金借贷业务的利息收入可达到442 450欧元(误差范围是正负776欧元)。

我们现在通过利息收益和已知的利润率尝试估算联邦银行贷出黄金的金额。在德意志联邦银行的一份函件(见附录2)中可以看到放贷的期限主要是短期,平均3～6个月。不过利息率波动较大,在金融市场危机期间上升到了每年3%。另外一方面德意志联邦银行获得的利息收益减少了,这表明德意志联邦银行在金融危机期间不能够扩大放贷数量(相反必须减少)。另外从到期利息支付中人们可以看到最后一个季度的收益在2008年比重很小(在3个月或者更长时间的到期日的情况下),总的来说,德意志联邦银行每年可以获利0.312 5%(在3个月或6个月到期日的情况下)。假定黄金价格850美元/盎司,那么可以算出收益为2.656美元/盎司,对应1.77欧元/盎司(欧元汇率1.5),442 450欧元的利息收益对应的黄金数量为249 854盎司,大约8吨。

这一估算当然比较粗糙,远远没有之前计算的黄金信贷利息收益那么精确。我们最后还是不知道德意志联邦银行在合同中签订怎么样的利率,而且它们也可以做无利息的业务[1]或者由于同时进行的反向业务不明确指出黄金信贷利息。[2] 如果我们暂且相信联邦银行,尤其是它的函件中的言论,即贷出部分大多数马上可以支配使用。从中我们可以做出推断,2008年中央银行给私人一方所贷出的黄金数量粗略估计为8吨。

8吨还不足以对金价产生有效影响,这个数量对于长期有效的干预来

---

[1] 中央银行之间的地区掉期和质量掉期交易是可以想象的。某个中央银行将它的黄金与另一家中央银行交换,以达到在某个地点持有黄金或拥有市场需要质地黄金的目的。

[2] 黄金掉期交易、回购协议和证券借贷。黄金掉期交易是借入资金的黄金借贷交易,以使放贷的银行马上得到资金;其他交易形式的界定见国际货币基金组织统计部门:"The Macroeconomic Statistical Treatment of Reverse Transactions", BOPCOM－01－16, www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2001/01－16.pdf, 4ff, 特别是表1,第12页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说微不足道。当前基于这个数量我们可以把中央银行排除在金价干预者之外。其他年份的情况就不一样了，如果我们根据2003～2005年经营报告650万欧元的利息收入为基础，同时一半大小的票面利息值，很低的金价和欧元汇率的调整，可以得到德意志联行银行给私人的3个月期的放贷为450吨黄金。450吨黄金的数据同样也是粗略估计，如果在此用6个月的利息来代替3个月的，那么它可能就会降到300吨，375吨的平均值可能是一个更有说服力的假设。

这个数值将近于所有黄金储备的1/10，根据德意志联邦银行的反复声明，放贷的数量不到1/10，因而这个数值多年来都是不公开的内部限制。接近350吨被看作是核心的假设，在某些相关的年份好像已经将这个量全部借出（如每年单独计算的量所示）。2002年我们从黄金借贷中获得的利息收益将近2 100万，可能还不止。[1] 2002年黄金放贷利息水平明显提高，借出的黄金数额却没有增加。经营报告中没有更多关于2001年以前该放贷业务的信息。

1998年前在资产负债表中甚至都没有特别列出“黄金债权”这一项。但是黄金放贷业务已经在1997年的经营报告中提到，1997年有可能是开始的时间（这同时也可以通过那时候类似保守推测的瑞士国家银行数据获得支持）。20世纪90年代末贷出的黄金就已达到了10%份额，在弗兰克·维纳洛索（Frank Veneroso）的一次黄金研究中提到了那时德意志联邦银行的报道，市场理解如下。[2] 由于许多的不确定性和对贷出的黄金数量泛滥的猜测以及这种商业方式可预见的终止，德意志联邦银行应该进行一次特别公告，将整个黄金放贷和相关业务进行罗列、说明和分析，以供公众和研究使用。[3]

---

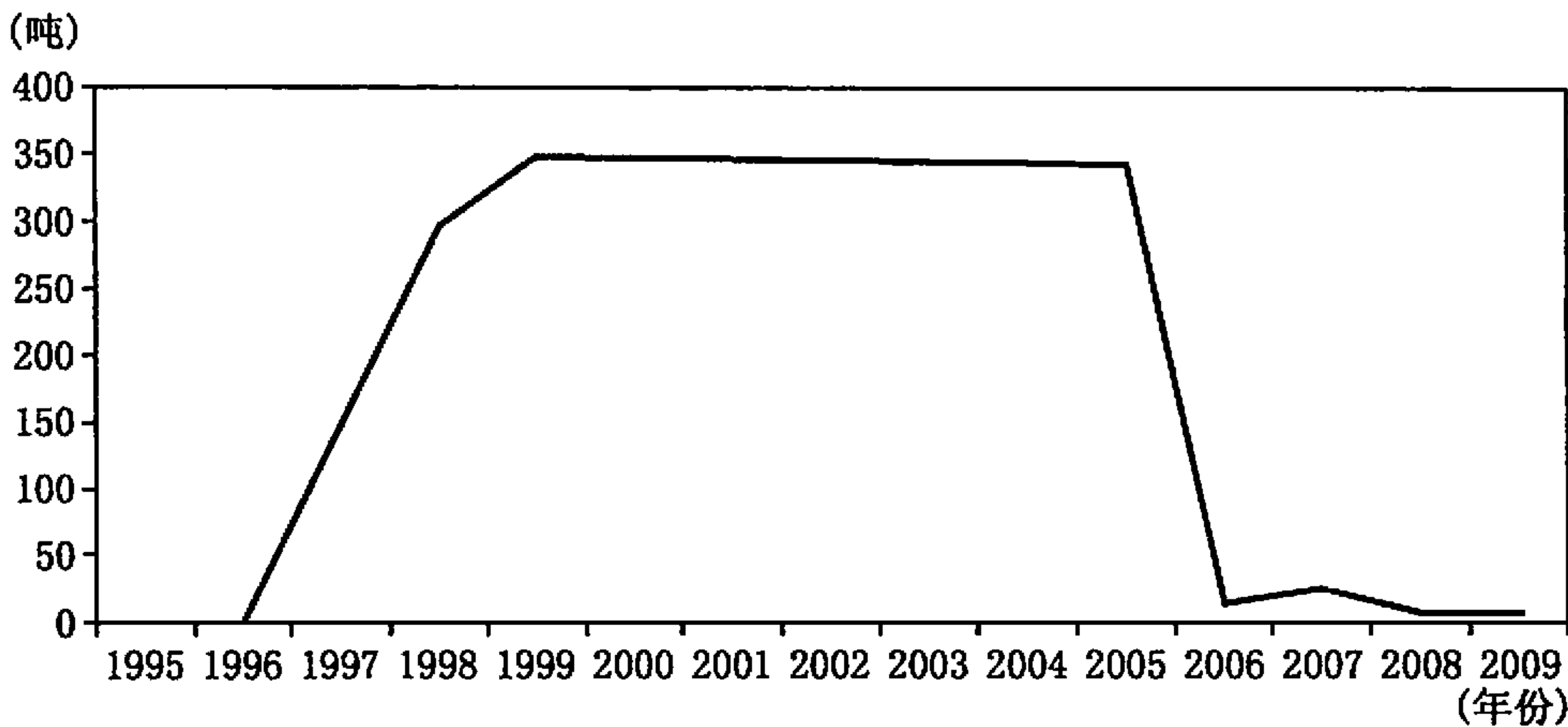
〔1〕 2003年度经营报告中指出2002年的黄金借贷利息额位于“其他收益”，“其他收益”共计2 300万欧元。下一年将900万登记入账，其中700万来自黄金借贷，200万是其他收入（需将多年的经营报告作对比阅读）。2 300万中有2 100万收益来自黄金借贷。

〔2〕 Veneroso, Frank: “The 1998 Gold Book Annual”, Jefferson 1998, 27。1997年12月12日，德意志联邦银行首次确认了借贷业务。

〔3〕 有关图中借贷数量值的更多细节见附录四。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显然德意志联邦银行现在贷给私人黄金比几年前少了很多，现在贷的量是以前的1/10都不到（见图33）。现在贷出的数额如此之低，以致人们怀疑为什么还要放贷。或许银行改变了想法，可能在今天放贷存在的风险要比获得的利益更大（不过这个收益和其他收益比起来在以前就已经是很小的部分了），也可能是银行不想参与到黄金干预中，或者银行还有别的不能公开的原因。



来源：德意志联邦银行，作者计算和估计。

图33　德意志联邦银行借出的黄金数量（估计值）

由于投资存在着失败的风险，所以会有人想尽可能把每吨黄金存在保险库中。从安全的角度考虑黄金应该被分开储藏在不同的地点，由于变化的政治军事风险好像至今还没有最合适的地点。《明星》杂志在2004年7月1日的一篇文章[1]关于黄金储藏的地点做了一次估测：据那里的一位德国雇员透露，纽约美联储仓库中1/3的黄金、55万块金条属于外国的中央银行，德国黄金储备的66%存在纽约。在法兰克福有2%的存储量[来源不详，最可能是来源于大卫·马什（David Marshs）的德意志联邦银行会计账目]，美因茨更多一点（消息来源不详），总共加起来大约有5%。据德意志联邦银行董事会成员透露剩下的29%在伦敦和巴黎，比例分别为21%和

〔1〕 Wolf-Doettinchem, Lerenz: "Der letzte Schatz der Deutschen", www.stern.de/wirtschaft/news/maerkte/goldreserve-der-letzte-schatz-der-deutschen-526129.html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8%(伦敦是仓储和交易场地)。这份报道有不确定性,因为它很大程度上建立在单一信息来源的基础上。总的来说人们可以得出结论(精确度为0.05),德意志联邦银行的黄金大约66%储藏在纽约、21%在伦敦、8%在巴黎和5%在德国(法兰克福和美因茨)(见图34)。

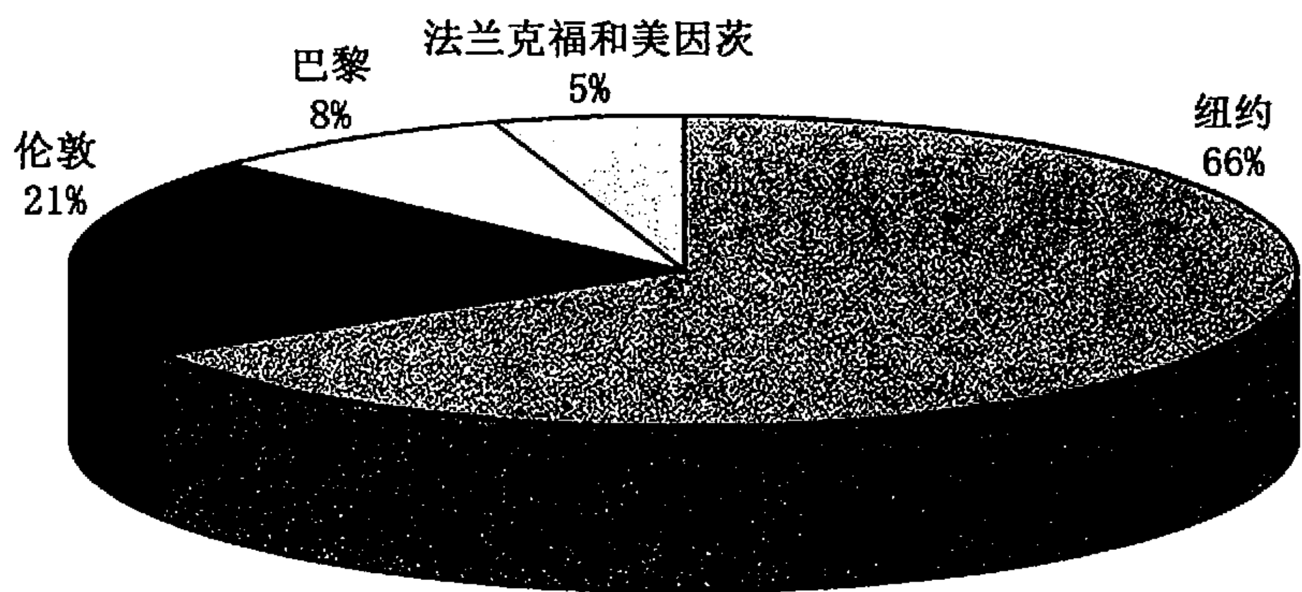


图 34　德意志联邦银行黄金可能的储藏地点(估计)

由于德意志联邦共和国被军事占领的可能性和20世纪80年代比起来已经小了很多,因此人们更多地讨论把黄金储藏在本国。另外,核恐怖袭击的可能性又使得将黄金集中存储在一处变得不安全。原则上说储藏在纽约已经相当安全了,当然也存在一定程度的政治风险,例如因为1979年美国的领事馆被侵占,伊朗的财富包括黄金在内都被冻结了(但是,这也是极端的违反国际法的行为)。因此风险肯定是存在的,只是没有人们想象的那么大。更大的危险来自于那些施压抛售的政治家,总的来说黄金储备的分布还没有与时俱进。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球贷出的黄金有多少

卖出黄金和贷出黄金都会压制金价。不管是中央银行卖出了 100 吨还是贷出了 100 吨黄金，同样都会使黄金的供给增加。放贷的速度更快，它不需要麻烦地经过委员会审批，它注资给套息交易商，无需向公众公布放贷数额。我们可以很好地了解到黄金的销售量，但是却几乎无法得到中央银行向市场贷出黄金的相关信息。但是可以从第三方获得估计，因为即使中央银行不公开贷出黄金的信息，它的贸易伙伴也有可能公开自己借到了多少黄金。另外，人们可以尝试着估测出全球每年黄金消耗和消费的数量，从差值中找出银行贷到市场上的黄金量。两种方法都容易想到，只是估算出的结果却不够精确。

不同于中央银行，许多金矿都会正式地公开会计信息，金矿是黄金借贷中典型的利益接受者。从他们的陈述中，我们可以得到相当可靠的判断，全球的金矿贷到了多少黄金，同时我们也得到了中央银行贷出黄金的下限。除了金矿之外还有其他贷黄金的需求，例如，首饰加工行业(可以直接通过贷黄金补充库存)。此外，贸易、投机和各种形式的交易都需要黄金，如(期权交易中的)履行义务，套利(期货和现货市场上)或者平衡赤字(如黄金账

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

户中)。此外,套息交易中也要借出黄金卖到市场上以及投资到更高利息的地方。在这些交易范围内,借方部分就难有明确或者说根本没有信息。相应的推断很不明确,因为大部分缺少可靠的基础,例如,套息交易中借入的黄金就没有从它所经营的业务中特别地列出来。[1]

第二种方法和每年的供给和消费差额有关。(事实上黄金并不能像石油那样被消耗,只是被转化了形式;我们常用概念消费,是为了说明它的流动量。)消耗掉的黄金必定有它的来源,黄金市场的黄金主要来自金矿,各种形式的旧黄金(熔炼的、投资黄金出售的等)以及抛售的和中央银行贷出的黄金。需求主要来自首饰行业、其他行业(电子、牙科等)和价值投资。如果除了贷出黄金以外的其他黄金数量都已知,那么人们就能可靠地计量贷出的黄金。每年的消费和需求之间的差值就是中央银行贷出的黄金了,因为它是唯一新投入市场的,它也有可能是负值(当解约收回的黄金多于贷出的黄金时)。现在我们仍不能得到足够精确的估计值,估量的基数还有太多的不确定性,在推断的基础上继续假设和推断,使得结果只是给出黄金市场大致的发展方向。这样黄金借贷数的推断结果将会很不精确,很多年前专业的分析咨询公司黄金领域矿业服务公司(简称 GFMS, www. gfms. co. uk)就已经提供了这样一个方向。

20 世纪 90 年代对黄金市场的理解非常重要,黄金的放贷被中央银行极端地扩大。1995 年根据全球黄金领域矿业服务公司的估算,全球供应的黄金达到了 3 550 吨黄金,其中新放贷的黄金大约 450 吨,需求也被推断为 3 550 吨。1998 年维纳洛索(Veneroso)在他提到的研究中对这个数据进行了仔细的分析和对比,依据主要来自于世界黄金委员会(www. gold. org)的估算,这些估算覆盖了大部分的世界市场,但不是全部的市场。维纳洛索再次对缺少的数值进行了估算并把结果加入了他的成果。另外他还做了些修正,他算出的需求为 4 150 吨,明显多于全球黄金领域矿业服务公司的推断

---

[1] 这里的主题与中央银行的不同,它将黄金债权排除在黄金储备之外。在套息交易者那里,黄金债务在其他债务下列示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值，这些增加的需求必定有其来源，这也是为何维纳洛索首先假定中央银行增加放贷的原因。

同时，维纳洛索尝试着估算已经贷出的黄金数量。他不仅查阅公开的一些信息来源，而且还把不同来源的数据联系在一起，他尤其参看了英格兰银行的数据。全球黄金领域矿业服务公司列出 1995 年贷出的黄金数量 2 450吨，维纳洛索为 6 500 吨，超过年度产量的两倍，其中可能有 1 300 吨在 1995 年进入市场，同样明显多于全球黄金领域矿业服务公司估算。（由于维纳洛索采用的是不同时段的估算，他所得到的年末数值也较为粗略。）尽管存在不明确性，人们至少可以从他的数值中得出结论，每年消耗的黄金数量要比之前人们估算的要多了几百吨，这些黄金主要来自于中央银行放贷，急剧增加的供给当然会使价格降低。

在这些数字公开之后，黄金套息交易被更多的专业人士所了解。如果有机会得到良好的资本，总会在市场上找到贷款者，然后他们在别的地方进行利息更高的投资（就像许多日本人会借入日元，投资外币一样）。人们会认为黄金市场上普遍的汇率是低于 1%，但是关于黄金套息交易却没有什么明确的报道。最早的消息应该是关于德崇证券（Drexel Burnharu Lombert），1990 年德崇证券由于无法偿还中央银行的黄金而破产，葡萄牙的中央银行之前没有担保就把黄金贷给德崇证券，因而遭到了亏损。格林斯潘之前的发言说若金价上涨就会贷出更多的黄金，这只有在黄金套息交易存在的情况下才有意义。[1] 尽管该交易在许多统计中还没有涉及，但不可否认，黄金套息交易的确存在且范围广大。

关于黄金套息交易的市场规模，还没有可靠的信息可以说明。由于未知的原因有人忽略了它的存在，相反，也有人做了过量的估算。也绝对有迹象表明，放贷的黄金量并没有任意的扩大。（其中有储金银行对金矿的说服工作，从中人们可以得出结论，储金银行比起套息交易更倾向于银行普遍的

〔1〕 矿主不想进行额外的黄金交易，因为增加供给量会使利率收益从 1%。降到 0。投机者也参与其中，只有黄金最终在市场上出售时投机者才会采取行动。（因为贷出的锁在保险中的黄金并不影响价格变化。）此时，投机者有投资动机并将成为套息交易者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中介工作。)

之后维纳洛索[1]在使用其他手段的基础上更新了他的估算,这里要提到的是衍生产品调查者雷吉·豪尔(Reg Howe)[2]和储藏仓库分析者詹姆斯·图克(James Turk)[3]的方法。在世纪之交,贷出的黄金数量达到了1万到1.8万吨,它们超过了中央银行存储量的一半。那么,中央银行的保险库真的如这里所示,只存储了这么多黄金?

可是所有的估算都建立在稍多一点或(大多数)更少的可靠信息来源上,确切的信息只有中央银行自己才能知道。许多传统的估算根本没有将套息交易作为独立的现象(而是几乎只是作为其他投机商业活动的结果),尽管套息交易已被讨论了多年,但是一些人并没有动力去修改数据。相反,套息交易规模又总是被一些考虑到它的人高估,大多数人还是认为,金价会被压制,中央银行贷出了大量的黄金。有时它们会等待(有可能的话也是期待),用贷出的黄金弥补头寸,并和由于这个原因明显上涨的价格联系结合在一起,两者之间似乎有无法跨越的界限。实际情况当处在两者中间,不是数学关系上的中间,而是两个极端之间的任何一点,具体难以确定。在世纪之交,贷出黄金的极限值最大可以达到8 000吨,从那以后会下降。

人们可以用相当简单的方法证明,真实的情况应该介于两者之间,不到一半黄金储备被贷出,但多于传统认为的黄金贷出额。2000年豪尔(Howe)和埃尔伍德(Elwood)提出,在国外的黄金储备是否能给出贷出黄金迹象。[4] 中央银行的黄金不是只存在自己的仓库内,而是分布在全球。在其他的中央银行建立黄金账户或者在其他国家储藏黄金,早在黄金和货币挂钩(1971年最后和黄金挂钩的美元解除了绑定)的时候就已经很普遍,这

---

〔1〕 Veneroso, Frank: "Facts, Evidence and Logical Inference", 2001, www.gata.org/node/5275.

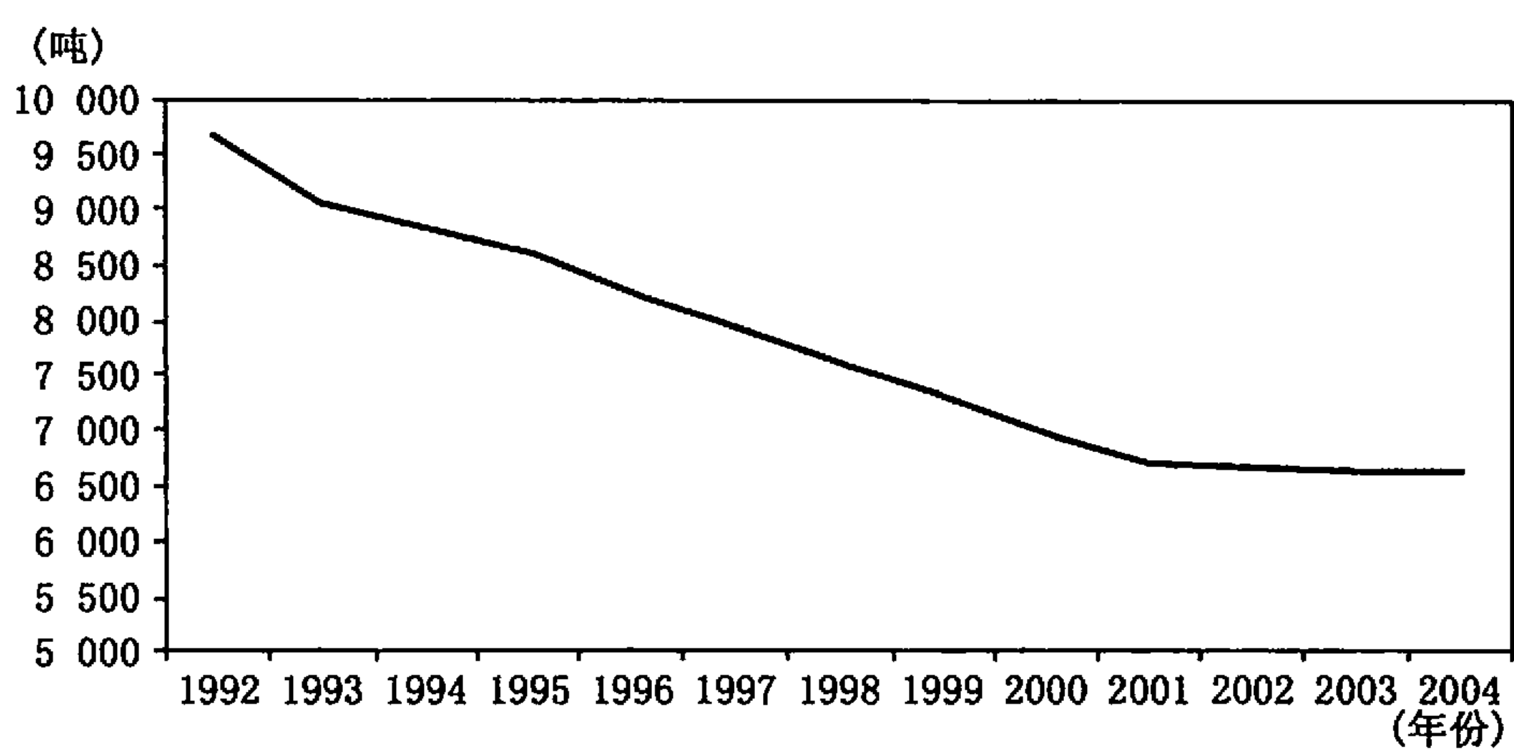
〔2〕 Howe, Reginald; Bolser, Michael: "Gold Derivatives: Moving towards Checkmate", 2002, www.goldensextant.com/commentary23.html anchor 19855.

〔3〕 Turk, James: "More Proof", 2003. www.gata.org/node/4247.

〔4〕 Howe, Reginald; Elwood: "The Fed: Up to its Earmarks in Gold Price Manipulation?"2000年3月15日, www.goldensextant.com/commentary11.html; 存储中的黄金在美联储处称为"指定用途的黄金"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样可以更好地进行黄金支付。此外，由于第二次世界大战时期和之后的发展，安全储存也是一个重要因素。美国在第二次世界大战之后是黄金的净支出者，购买者不愿意运输和建立新的储金仓库。因此纽约的美联储，作为美国中央银行系统的地区储备银行，是其他中央银行最重要的黄金储存点。最多时，那里储藏了 70 多个中央银行（不包括美国）将近一半的黄金，占中央银行全球黄金储备的 1/3。由于美国的信息透明的传统和统计偏好，纽约美联储每个月都会公布，储藏了多少其他国家的黄金（根据不同的持有者分别存放）（见图 35），美联储储藏在外国中央银行的黄金量。



来源：纽约美联储。

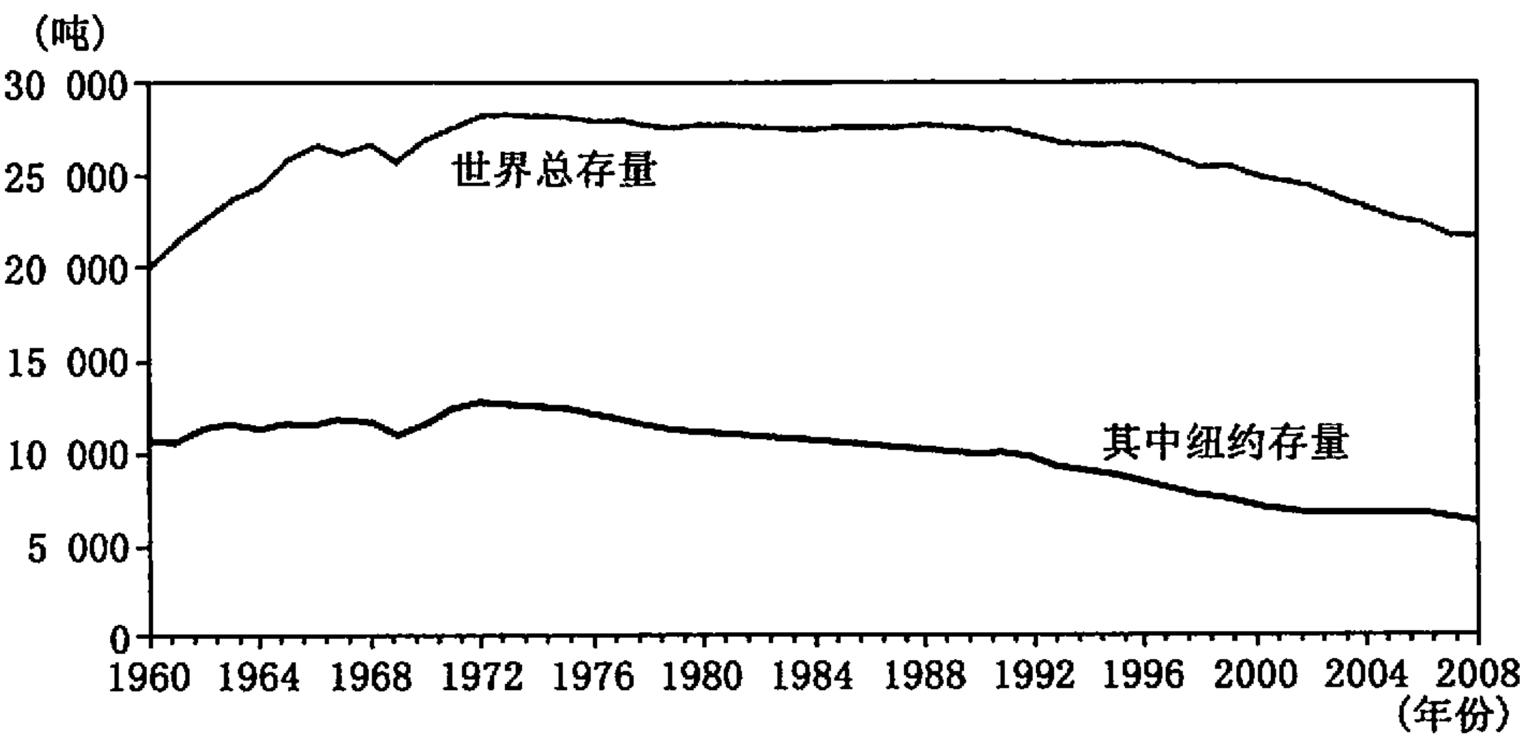
图 35　贮藏在美联储的外国中央银行的黄金数量

我们考察 1993 年系统性干预前到 2001 年的时段，这段时期美国纽约的黄金存量正在逐步稳定下降，共减少3 000吨。这还不到 1993 年初始存量的 1/3(即使我们从 1980 年开始算，减少量也不到一半），因此说贷出了一半及以上的黄金绝对是没有说服力的，这样的话，纽约仓库清空的速度应该要快很多。可以想到，3 000吨黄金还有一部分是通过销售（还可能是转移存储地）造成的。另外，许多中央银行宁愿将黄金稳定在纽约，也不喜欢把它们转移到其他地方，以致流失的黄金量被高估。要符合 2001 年 50％的放贷比例，1/3 的减少量实在太低了，因此中央银行贷出黄金的比例很明显，不到一半。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相反，3 000 吨黄金的流失同样也不符合传统估计，传统估算没有独立地考虑套息交易。因为在同一时间卖出了将近 2 500 吨黄金，如果在这里把放贷数额算得太低，那么纽约的 3 000 吨流失量就太高了。如果那里存放的是全世界中央银行黄金总量的 1/3，那么实际的数量明显更低(这个假设没有依据，据计算这段时间大量的黄金只是被转移到了其他地方)。真实的数据可能在两者间的某一点，这符合现实的结论：既有黄金套息交易，又有系统性黄金干预。因此，贷出的黄金没有那些极端估计值算的那么多。

为了估算出全球放贷黄金的数量，我们要拓展上述的分析。为此，我们还要用一下纽约储存的外国中央银行黄金数额，这次是从 1960～2008 年。同时我们将所有的这些中央银行(除美国外)总存量描述在图 36 上。



来源：纽约美联储，世界黄金委员会(WGC)。

图 36　外国中央银行黄金储备及在纽约的储存量

图 36 中上方的曲线是指除美国外的所有中央银行的总黄金储备，下方是其在纽约的储存量。20 世纪 60 年代初总量是上升的。美国当时对外经济赤字(经常项目和资金方面)，根据《布雷顿森林协议》(Bretton Woods)这些赤字经常用黄金清偿(根据《布雷顿森林协议》美国当时对外承诺，可以用美元来兑黄金)。20 世纪 70 年代末储量因抛售轻微下跌，之后金价逐渐被稳定，20 世纪 90 年代许多货币发行银行抛售黄金后金价再次下跌。

现在看一下纽约储存的外国黄金数量变动曲线。20 世纪 60 年代它们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上升的幅度较小，因为一些国家，如法国，提高了本国黄金储存量，黄金似乎更喜欢被放在本土。20 世纪 80 年代曲线持续下行，可能是出于安全考虑，因为当时美国在使馆被占领之后冻结了伊朗的财产，包括黄金。1993 年后存量继续走低，以致世纪之交后一些年变动不大。正如所料，两条曲线有一定程度的相似走向，因为下方的曲线是除了美国外所有国家总黄金储备在纽约存储的一部分。

上方的曲线是总量，下方的曲线是在纽约储存的部分，它们之间有紧密的联系。

如果中央银行的黄金分布不变，那么在没有贷出黄金的情况下，两条曲线变动的关系应该一致。代表总资产存量的上方曲线已经包括了贷出的黄金，尽管只是黄金债权，但中央银行已经将其计入黄金储备中。贷出或卖出的黄金必然离开了仓库，下方的曲线因而不包括贷给私人的黄金，因此我们可以从曲线的变动中算出贷出的黄金数量。因为从金库中消失，却仍存在资产项中的黄金，肯定是贷出的黄金。

我们可以做出两个假设，一个是起始点(黄金借贷开始的时间)，另一个关于曲线的相互变动(因为除了纽约还有其他的储存地点)，由于有不确定性，所以这只是估计。起始日期我们可以定在 1980 年，因为这时黄金价格达到高峰，以前的借贷交易基本上可以忽略不计。我们也可以把开始的日期定得更晚一些(文献中黄金借贷是 1982 年流行起来的)，贷出的数额只减少了几百吨。

棘手的是第二个假设，我们设定曲线是按照一定的关系变动的。一方面，在纽约贷出的、买入和卖出的黄金与在其他储存地贷出的、买入和卖出的黄金比例是不变的。另外，我们设定纽约和其他黄金仓库之间没有黄金的交换。

简化后的方法很容易理解。如果只有纽约这个金库，那么资产负债表所示的总库存扣除了贷出的黄金数量对应的就是仓库中黄金数额，计算简单且可靠。例如，资产负债表中所示的总额少了 400 吨，这对应会计销售账户，因为贷出的黄金不会列示。如果金库中的储量少了 500 吨，那么 100 吨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是贷出的。

我们现在引入一个固定的关系，这一关系在起始年度1980年固定，但也有不确定性，不过原则依旧。如果纽约金库减少量可以按比例地从资产负债表所示黄金的减少额（通过销售额体现）得到，就设定这个差值为贷出的黄金。我们还要设定一个起始年（1980年）和边际条件（贷出额为0），因为我们无从得知在一个更晚的年度（如2000年）贷出的数量（事实和简化为一个仓库的例子有差距），最后只能用迭代的方法（离散微分方程），这当然带有不确定性。

其中美国贷出的黄金数不确定性最强，因为没有可以利用的数据，而同时美国作为黄金最大持有者，也有最大借出黄金的潜在可能。由于美元是国际储备货币，美国可以从贷出黄金抑制金价中获利最多。我们的估算值可能太大，这里对数学方法上不能算出的美国贷出黄金做简化假设。图37是关于全球的中央银行贷出黄金数额，上方的曲线是直接计算出的数值，下方的曲线是考虑其他方面后修改所得（下文中会做解释）。

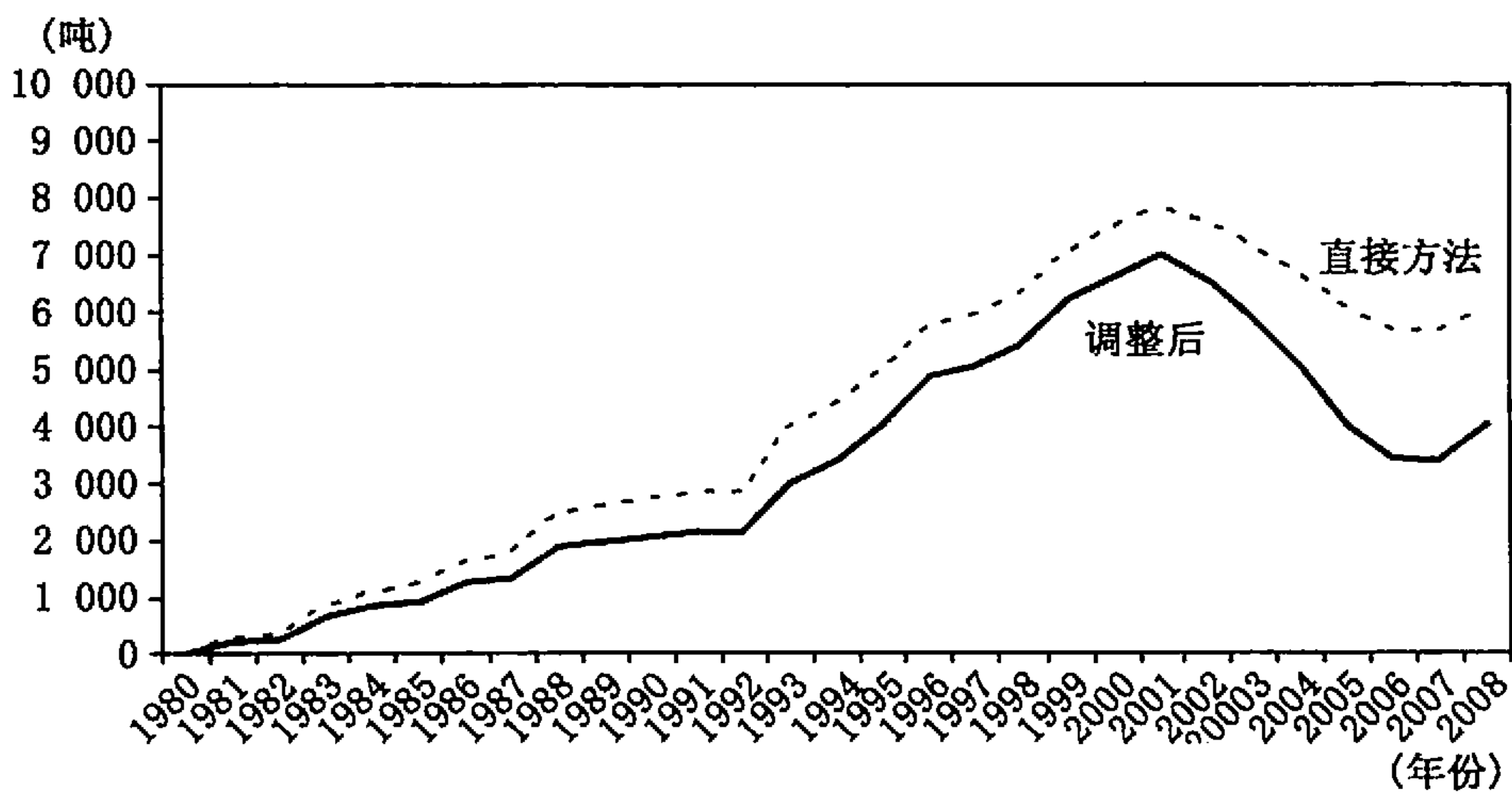


图37　全球贷出的中央银行黄金，从纽约黄金储存量中估算得出

两条曲线变动相当协调：1993年放贷量首先缓慢增加（因为该业务刚出现），然后快速上涨。除了传统的黄金借贷外，这里也有套息交易，数据比传统计算的大，尤其大于金矿借入的黄金。这证明，套息交易1993年前就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存在，因此 1993 年 8 月系统性金价干预时，套息交易者在金价上涨时亏损，所以他们希望金价下跌，从而成为中央银行的合作伙伴。

从 1993 年系统性干预导致黄金贷出量上涨，若仔细观察每月数据，8 月纽约的黄金贷出数量增加。直到 2001 年，贷出的黄金将近 8 000 吨，之后降到了 6 000 吨。总的来说，曲线高于传统估值，说明套息交易存在，同时贷出黄金数又远远低于极端估值 18 000 吨。

曲线随环境变化且和金价变动相关。即使和干预分开考虑，在 20 世纪 80 年代中央银行放贷的黄金导致了金价疲软。系统性干预开始之后，中央银行扩大了黄金放贷量，金价得到压制。黄金牛市之后正如人们所料黄金放贷量减少（因为遭受了亏损），总的来说，以后没有出现中央银行放贷业务的消息（没有考虑最近的 2007 年和 2008 年）。过去几年减少的放贷量正好与图示相符，和所公开的特殊情况基本相符，主要涉及瑞士国家银行、葡萄牙银行和上章开始间接提到的德意志联邦银行。

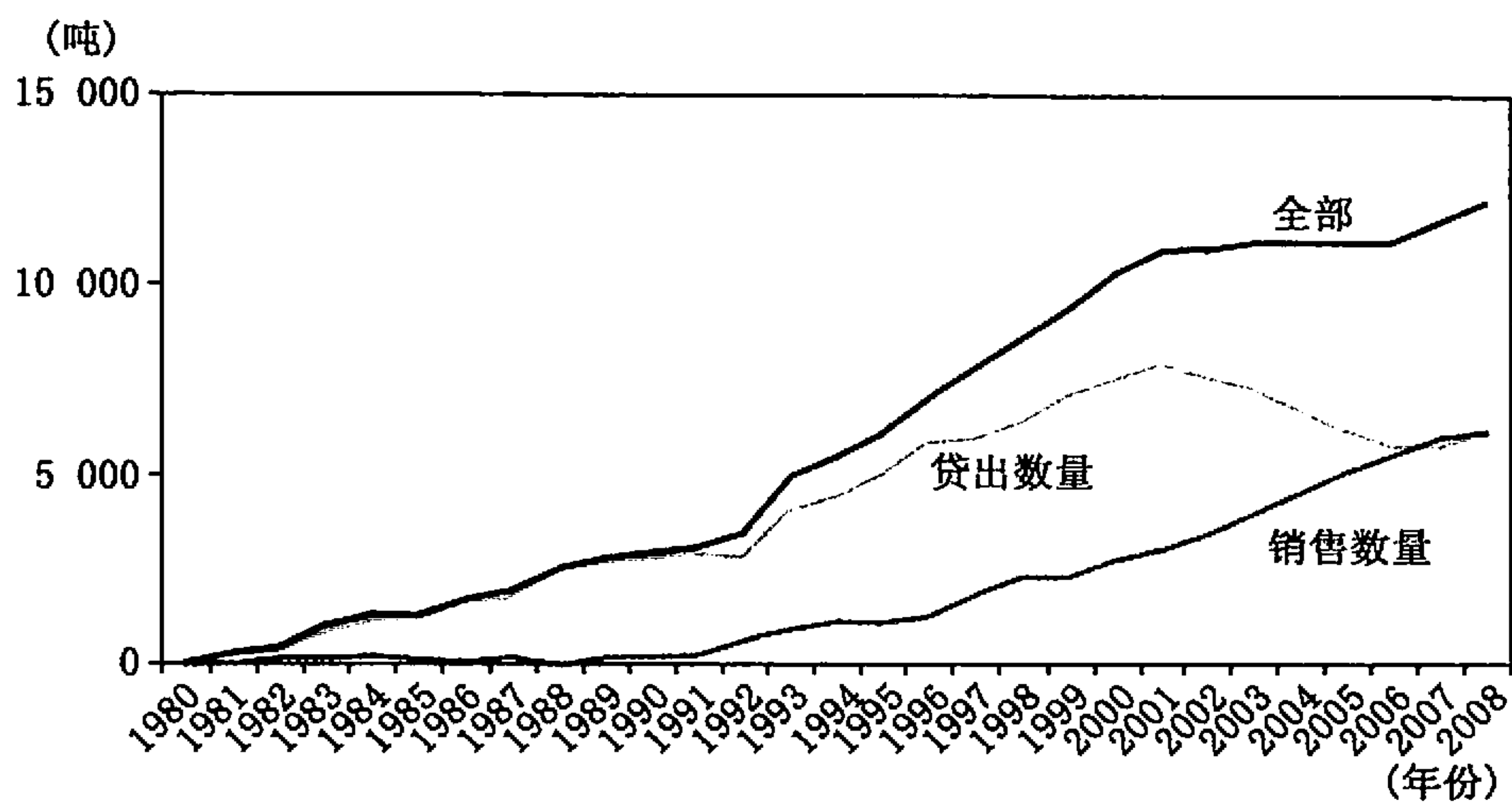
然而，人们期待更为剧烈的降幅，人们可以理清纽约存量曲线的一些拐点和趋势。下方的曲线展示了经过极端因素调整的放贷量，它仍建立在纽约库存的基础上，不过还考虑了其他的因素（不过同样不明确）。首先它是下降的，因为假定在 2001 年牛市之后有黄金贷款数额下降。再观察一些关键点：1993 年（3 000 吨）、世纪之交（7 000 吨）和现在（4 000 吨），1980 年初始值为零，所算出的差值是现在的最大。[1] 总的来说，两条曲线都有其合理性，既然中央银行未公开精确数值，那么最好列出两条曲线，使放贷数量尽可能明朗化。在这两条曲线中的某个区域存在真实值。

我们把观察的范围扩展到中央银行的销售，销售同样对市场产生影响。这样我们可以研究中央银行的黄金储备，储备大大超过年度需求，这是金价的决定因素之一。我们要观察中央银行贷到市场的黄金（不受调整的影响，用第一种方法算出）。另外，我们算一下中央银行 1980 年来卖出的黄金（来自官方数据，不包括美国，美国拥有大规模的固定黄金储备），上方的曲线是

[1] 计算细节参见附录 5。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两者之和(见图 38)。



来源:纽约美联储,世界黄金委员会(WGC)。

图 38　全球市场上的中央银行黄金(1980～2008 年,估算)

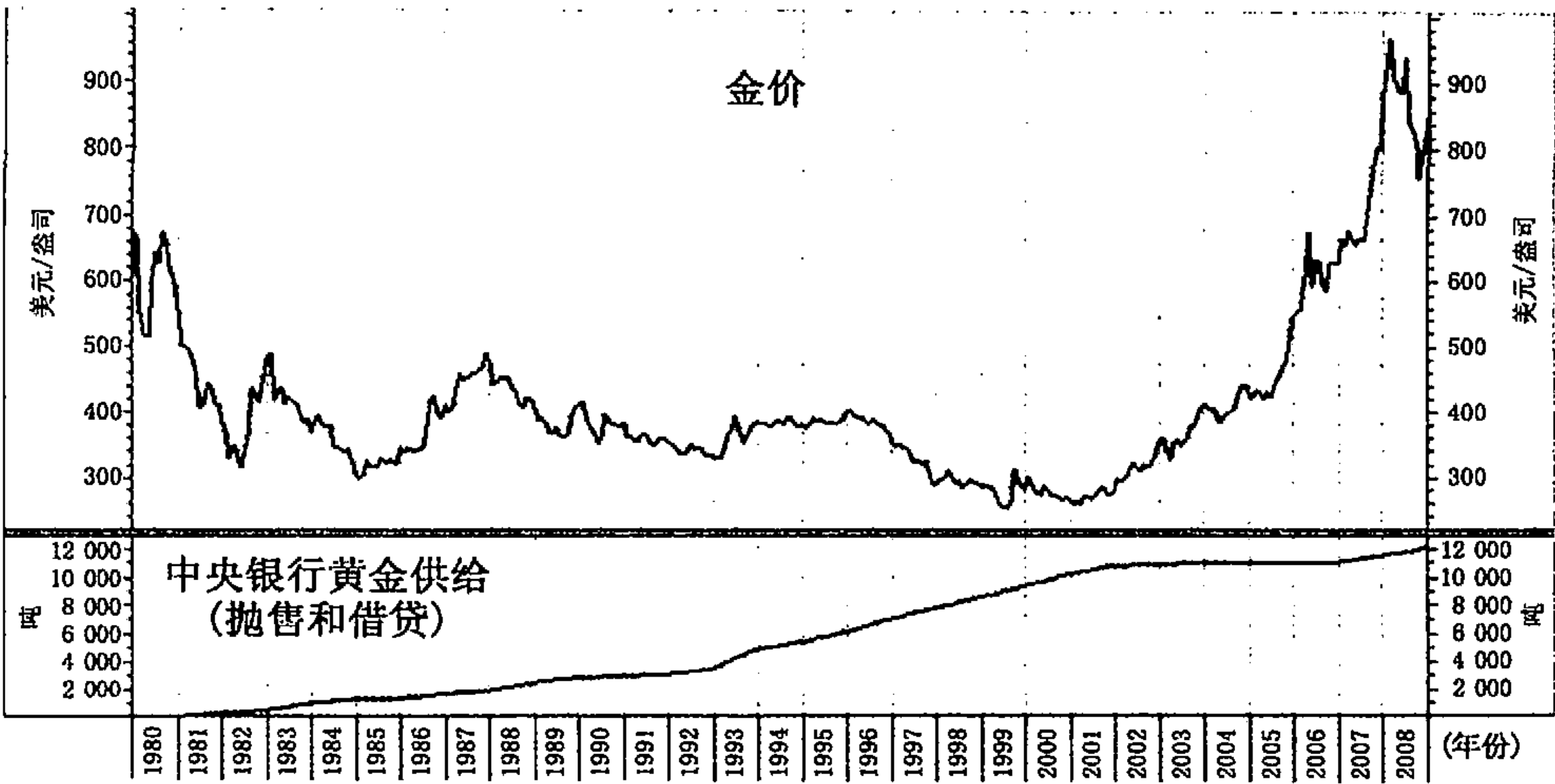
到 20 世纪 90 年代初,销售的量还未不足道。尽管如此,某些单次的抛售也对市场产生了影响,似乎销售是有目的的。1992 年后销售量增加,并且一直上涨。即使 2001 年的牛市中都没有减少,只是有所停滞。这一点很关键,因为与此同时贷出量是下降的。2001 年黄金总量达到了 7 000 吨或者 8 000 吨,相当于多年的黄金产量(2 500 吨/年),这个数额是在市场上可供使用黄金的数量。2001 年套息交易商作为黄金贷款的借方无法准时还贷,因此他们不得不延长贷款协议。

除此之外,套息交易商也可以通过买入中央银行卖出的黄金来减少其在中央银行的黄金负债。这部分黄金没有在市场上出现。如最上方曲线所示,单边增长的卖出和贷出的黄金总量意味着,中央银行所卖的黄金几乎全部用于偿还中央银行的黄金贷款。夸张地说,中央银行自己偿还了之前贷出的黄金,从整个中央银行体系看,黄金当然遭到了流失。从整体会计上看,贷出的黄金通过相应的销售得到归还,但这并不意味着对于当前贷出的黄金快速和毫无问题地从市场得到归还。

尽管有很多不确定性,但是从纽约金库贷出的数量还是可以估算出来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，估算的方向和数量与贷出数量的变动有关，两者都和有意义的总体相符。中央银行的贷出和卖出黄金的总量(图 38 上面的曲线)涉及中央银行给黄金市场提供的黄金，它们对金价有何负面影响。我们要把总量和黄金的价格进行对比。



来源：纽约美联储，世界黄金委员会(WGC)。

图 39　金价和全球市场上的中央银行黄金供给

上方曲线展示的是 1980 年起的金价变化，下方曲线则指中央银行直接和间接投入市场的黄金总量。从图 39 中我们可以看到，金价从 20 世纪 80 年代起由于环境变化而下跌，这也是中央银行抛出黄金造成的。1993 年金价又一次上涨，但被投入市场的黄金量所抑制。之后金价单边下跌直到 2001 年，这期间中央银行持续向市场投放黄金以压制金价，1993～2001 年金价的回落是中央银行决定的。黄金储备不仅通过销售而且通过贷出而减少，这些贷出的量几乎可以毫无问题地收回。2001～2009 年金价持续上涨，最高的时候涨了 4 倍。持续的售卖黄金仍无法抑制金价，因为同样多的黄金放贷业务被停止了，那也需要黄金。原则上说会出现结构性赤字，但这被中央银行常年填补，现在中央银行放弃该措施，这个上涨可以说是对中央银行之前强烈压制金价的调整，从图 39 中可以得出，金价本质上由中央银行的支出决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在可以更明确地说，对金价的系统性干预 2001 年后在减弱，它们这么做是由于中央银行没有多余的黄金，也是由于只要求对金价上涨进行打压而不是阻止其上涨。在 2007 年和 2008 年中央银行的黄金再次有效地进入市场，以平息金融危机造成的市场不稳定。在这关键时刻，金价降了下来，尤其是在金价超过1 000美元的时候，从 2001 年起对金价干预部分减弱，特别是通过黄金借贷实现那部分。

在过去的一些年里，金价成倍上涨，黄金借贷好像也只能使其部分回落，而且金库却由于售卖和借贷亏空，似乎 2003 年以来的行为很短见。有多少市场参与者会造成损失，人们必须认真地思考，有多少参与机构知道干预会造成相反的效应，它们是否又考虑过贷出的黄金有多少能轻易收回。还有一个有意思的问题是，中央银行自身是否清楚，它们不公开的贷出黄金量到底有多少。

全球中央银行贷出和卖出黄金的曲线显示了很多细节。从 2001 年起，中央银行系统就已经不是黄金市场上的纯售卖者了，而从销售数量上可以看出，它们还将向市场投入黄金。事实上这种行为 2001 年已经停止，从那时起金价上涨。1965 年起中央银行开始向市场投放黄金，那个时候它们有黄金 3.8 万吨，2001 年还有 2.5 万吨有效地（扣除借贷）存在金库中。平均每年向市场投放的黄金是 370 吨，总的来说中央银行大约流失了 1/3 的黄金（这里把贷出的也看成流失）。在这期间还开采了许多黄金，经济和黄金需求也在增长，因而为了保持相对地位，中央银行必须大量购买黄金。卖出的黄金主要用于首饰加工，首饰行业是主要的借入者。

在货币政策上，这意味着趋势转变，2001 年以来，在机构中反对中央银行继续流失黄金的力量占了上风。但是，这对过去两年没有发生什么影响，如曲线所示，黄金又被投入市场。我们期待这是一个新的长期趋势，中央银行不再持续向市场投入黄金，甚至再购买黄金，虽然一些中央银行最后已经购入黄金，尽管数额不大（中国 450 吨，这当然是事后才公开的）。这个 20 世纪 60 年代就出现的趋势是否会转变成货币物品对应的下降，还有待观察。

从中期角度看，金价干预从 2001 年起进入减弱的第一阶段，这点很重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要。与黄金压制观点代表者所预言的一致(现在还有继续预言的),所有的中央银行放弃了贷出黄金转而销售这些黄金。系统性金价干预进入了新的阶段,更确切地说是它自身发展的第一阶段,这些都只能从金价上涨中推断出来。还没有真正意识到黄金干预逐渐减少的主要原因是,贷出黄金的数量无法确切估量。

我们从 2001 年贷出的 7 000～8 000 吨黄金中可以发现,从那时起数量就开始减少。我们现在处于忽略套息交易的传统估算(假设较少)和金价压制理论支持者过量的估算值之间。大多数证据都表明,贷出的黄金数量并没有金价压制理论支持者估算的那么多。

由于放贷数量的减少,用以压制金价的黄金比假定的更少,就用这些黄金来压制金价显然不够,也不可能从炼金师那里获得黄金,应该还有其他的方法可以压制金价。我们来研究,实物需求与由于物品供给导致的需求,他们各自对金价的影响达到了何种程度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金价干预手段Ⅲ:期货市场干预

实物需求当然只能通过实物来满足。人们用黄金生产结婚戒指,而不是用期货和期权,实物黄金必须有真实的材料。我们时常听到,衍生产品或者纸黄金可以满足黄金需求。对于黄金投资就可以无需购买实物黄金,当一个投资者通过近年来流行的交易模式投资了一盎司的黄金,如证券、交易基金或者黄金账户,那么他是否真的获得并储存黄金了呢?其实投资者可能只拥有了一盎司黄金的权利,一般所买入的黄金比他有权要求支付的黄金要少,而且他还可以仅仅拥有在金价变化时获得收益的权利。

在这种情况下,需求并没有或者只是部分地在市场上起作用,因而这种对黄金的权利不会影响到金价。关于黄金近年来人们一直讨论,这些纸黄金是否被有意这样设计,以减少对金价的影响。一方面需求被导向纸黄金,另一方面一些投资组合所涉及的黄金比约定的要少,以抛开实物需求,压低金价。尽管这些对于投资者意义重大,不过对于金价干预的分析却毫无帮助。纸黄金和黄金的储备不足比系统性干预存在的时间要长,黄金的储备不足有更大的数量意义,尤其在伦敦机构市场。

然而,期货市场对金价干预的作用机制极为关键。正如之前所说,黄金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在最重要的期货市场纽约商品期货交易所的交易时段明显下跌。而且这些大多都发生得很意外，没有任何原因，金价在短时间内突然下跌很多。只要可以通过期货市场价格来影响实物黄金，这些令人震惊的变动对金价干预就有意义。

典型的期货市场是对未来的某一时候交易实物的一个共同约定，如在汽车交易中约定一个月后以某一个价格购买汽车，在黄金期货市场上则例如约定交易 100 盎司的黄金。与购买汽车不同的是，在期货市场上可以继续转卖。通过这种方式人们可以参与价格形成，而无需实物交割。

当某种商品价格往不利的方向发展时，人们总是会把责任推给投机者，尤其是期货市场的投机者，这是难以消除的偏见。直到 2008 年，小麦、原油和其他的一些商品价格达到了最高点，许多媒体都认为责任在于期货市场的金融投资者(大多是养老基金)。同样股票下跌的时候，许多股民都会指责期货市场影响了行情。相反很少听到人们表扬期货市场，显然这是普遍带情感烙印的偏见，因而我们要估计，黄金市场的现货价格是如何受期货市场影响的。

金融市场的参与者习惯于将期货和现货市场建立紧密联系。若其中一个市场变动大于另一个市场，那么其中的差异就会被套利。若在期货市场中股票价格涨得比现货市场快，那么一个套利者会贷款买入股票，并进行存放，同时卖空期货，在期末时可以将股票提供给期货对手，这样，期货和现货市场会逐步走向一致。与此不同的是商品市场上的情况，无论是什么商品市场，都不具备套利的条件，一般商品有高仓储成本，货物的损耗，还有无法借贷的局限性(例如还没有开采的原油)。因此，在商品市场上的期货和现货行情发展的差异很大，例如，若购买了小麦期货，期货价格增加而现货小麦价格不变，现货小麦的价格还是由实物市场上的关系决定的，最多由于心理因素(其他市场的变化)或者由于有限可能的套利(伴随着仓储数量的变化)，期货市场对现货价格会产生影响(多为短期影响)。

例如 2008 年的商品牛市证明了并非期货的价格推动了现货价格，那时商品价格大幅上涨，却没有明显的期货市场存在(铑、铀等)。可以举的例子

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还有，过去期货市场关闭后价格会急剧上升(如1987年柏林的小麦)。对于消费品，最终决定价格的是实物的供给和需求，尤其是生产和消费，而非投机和期货市场的金融投资。那对于黄金呢？

在商品市场上，期货市场的影响力往往被高估，而在黄金市场上往往相反。事实上贵金属在这方面和大多数其他金属有区别。一方面套利者在期货和现货市场上很好操作，因为黄金不会被消耗，便于存储而且大多还可以贷到足够的数额。因而被套利的机会和金融市场上一样，即使在有限的时间内，期货市场也可以直接影响实物市场的价格。

然而，有更多影响黄金价格的方法。黄金首先是投资金属，因而每年有远远多于消费的黄金被存在保险库中和床底下。投资决策和价格变动紧密相关，尤其对于黄金这种没有持续红利收益或者利息的商品，人们投资黄金，是以金价会上涨为出发点的。这种关系很明显，中央银行自然也很清楚。[1]

若黄金的价格下降或者有下降预期，那它就会变得无吸引力，投资者会对其失望，潜在的投资者可能会放弃投资，这还会促使黄金持有者减少储备。黄金干预机制很明确：投资者会沮丧，既得利益者则转移到更有利的投资目标上。期货市场的抛售就可以做到这点，尤其是投资者所更关注的行情(二盘，收盘行情)，这个效果会加剧，因为投资者是得益者，他们被降价震慑到。期货市场上大量抛售导致了突然且急速的单边运动，亏损的速度会造成痛苦，那个震惊的时刻会让人怀疑自己对市场的判断力。

首先，这种期货市场干预抑制了市场上的短期投资，短期投资会带来上涨趋势，其次还影响了中期投资。之后，在干预中卖出的协议会保持持仓，还有可能在平仓时获得盈利。这种干预中获得的盈利有多少，干预的私人参与者在多年缓慢增长的市场中进行了多少投资，这些外界都无法得知。

---

[1] 例如，“明天的价格必须相对高于今天的价格，以使私人持有者继续持有黄金”，出自 Henderson, Dale; Irons, John; Salant, Stephen; Thomas, Sebastian: “Can Government Gold be Put to Better Use? : Qualitative and Quantitative Effects of Alternative Government Policies”, 1997, 第12页, International Finance Discussion Paper 582, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=38760。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 40 展示的是几个剧变的日间波动。

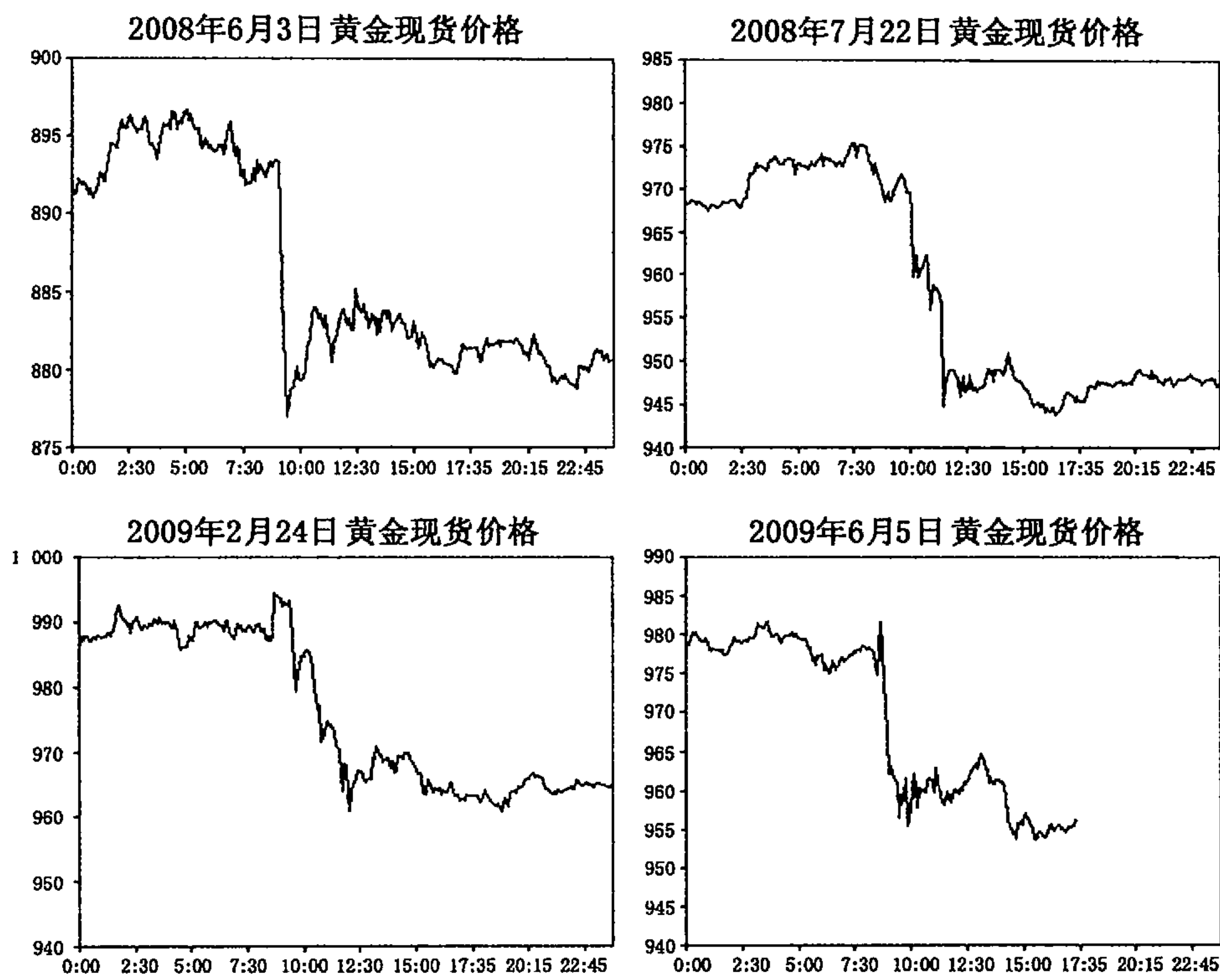


图 40　日间行情变动

日间变动往往在重要的十进制心理关口。上涨可能会吸引更多的投资;金价突然大幅下跌,会促使投资者抛售黄金,感兴趣的人也会离开。这些变动的特点是,发生在期货市场交易时段,金价往往在几分钟内迅速下跌。这种突然的下跌往往没有任何的原因,如事前消息或者在另一个市场的下跌。因此投资者变得没有安全感,主观地认为它比其他的投资更加难以估算。

期货市场干预对黄金市场普遍起到了影响,突然急速下跌使得投资者和潜在投资者离开市场。与其他商品不同的是,在黄金市场这个影响可以持续发挥作用。因为黄金不是消费品,而是价值保存手段,这种形式的影响对于投资者和价格都可以持续,而无需在市场上投入实物。期货市场这种突然的抛售是除销售和借贷之后对黄金市场进行干预的第三个重要的手段,它的作用和实物市场中相似。尽管这种手段的运用次数多年来明显下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降，且长期被市场观察者所讨论，但是效果的持久性却被低估，尤其是它对于实物市场的作用。只要拥有少量的实物黄金就可以影响金价，与此相反，这也意味着借出较少的黄金就足以较大规模地影响金价。中央银行仅将近半数的黄金投入市场，就可以影响过去几年的市场。

日间大幅度回落的作用方式是理解 1993 年 5 月 5 日以来系统性干预的关键因素。通过黄金日间价格的大幅回落，中央银行用更少的实物黄金就可以快速地压制价格。对于黄金这样的投资商品可以通过期货市场较长时间地影响实物价格，且和其他消费品不同，这种现象可以持久保存下去。最后对价格的预期也会影响价格（见图 41），这一定得通过期货市场实现，还有其他可用的手段（如现货市场的短期行动或者隆重推出的媒体报道）。

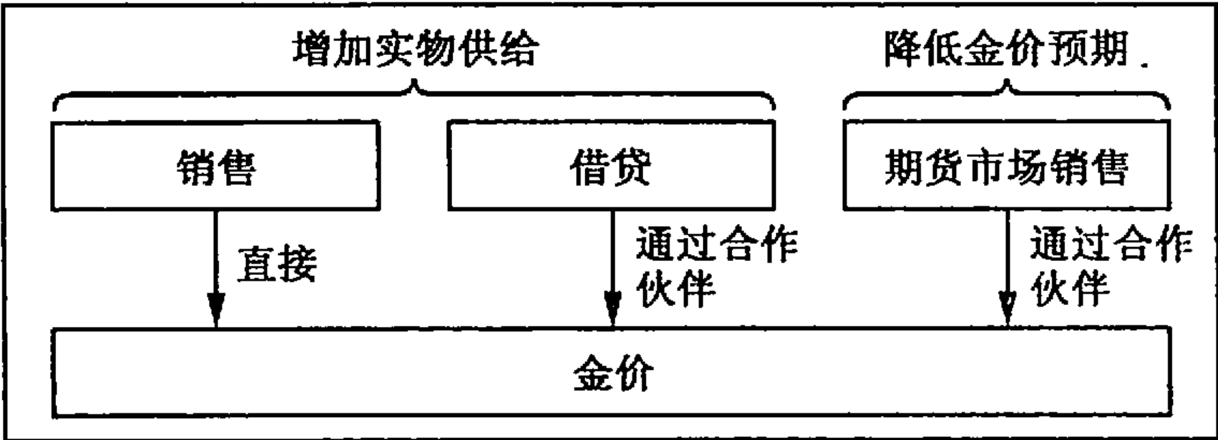


图 41　金价干预的三种方式

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黄金互助基金和截至1993年的金价干预

1993年8月开始的系统性金价干预并不是没有历史渊源，在针对1987年股市狂跌采取救市措施时，政府和私人机构就已经出现了工作分工。在早期历史中还有更早的金价压制，这些都可以作为直接的先例。这样，中央银行在该领域政策的连续性也更为清晰，同时也体现了他们的动机。值得注意的是，之前的那些干预都是公开的，基本情况一目了然。那我们先来回顾之前的历史。

第二次世界大战之后，美国人实施了新的货币体系(布雷顿森林体系)，在这个体系中美元成为最重要的储备和贸易结算货币。美国是当时最强的经济体，拥有全球最多的黄金储备。之前的贵金属标准不再执行，不过美国(只有美国)承诺，使美元与黄金挂钩，1盎司黄金兑换35美元。在这种情况下，美元和黄金一样优越，国家之间的汇率更为稳定，而可能存在的不平衡被消除或减少。1盎司黄金兑换35美元的承诺是针对其他中央银行的，而非针对个人。在自由市场上金价平均值经常达到这个水平，因为英格兰银行多年来受美国人委托并用赊账的方式以这个价格买入和卖出了很多黄

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金。黄金因而可以固定在这个标准水平。

随着时间的推移，美国的金库变得越来越空。尽管在 20 世纪 60 年代美国的经济仍相当健康，却存在对于别国的赤字。美国人喜欢旅游，在外国还有很高的军事开支，在之后的越南战争中开支尤其巨大。美国人通过国外军事开支来暗示他们的合作伙伴，不要向美国中央银行系统用美元兑换黄金，他们以关闭基地来威胁。在铁幕的对面，社会主义国家推行世界霸权的意识形态。联邦德国（还有其他国家）从美国索取的黄金确实很少，因为他们喜欢开奔驰，而不想为一辆特拉比轿车等上好长时间。此外，他们（类似于今天中国的情况）对完全疲软的主导货币不感兴趣，由于这个原因他们继续以美元的形式保留储备（不过法国没有这么做）。[1] 与此同时，20 世纪 60 年代初的市场对黄金的需求就已经加剧。而美国又想稳定黄金价格，因此 1961 年 8 个国家共同达成协议，推动市场上黄金的购进和卖出以稳定其价格，它们用自己的部分黄金储备建立了黄金互助基金。虽然市场潜在需求的黄金要多于投入市场的黄金，但是通过抛售仍有效抑制了金价的上涨。

黄金的外流主要来自两个方面，一个是其他中央银行，另一个是私人。这个在第二次世界大战后的前几年促进稳定和经济增长的系统失去了平衡。一方面货币和信贷数量大幅增加，另一方面对外经济不平衡加剧，降低负债，保持国际收支平衡难以实现。通过支出黄金只能暂时地推迟金价上涨，却无法完全避免其上涨。该体系参与国之间的分歧在增加。

这个系统建立在中央银行之间黄金流动的基础上。如果外国中央银行减少黄金的需求，在政治上确实意义重大，经济上却要面对缓解国际收支不平衡的压力。美国的行为令法国尤为不满，法国继续兑换更多的黄金，从黄金互助基金中退出，并且批评美国利用这种体系使自己更容易地购买法国的企业。而且法国也相当反感，这点和以前的英国及今天的中国一样，一个

---

〔1〕 Zimmermann, Hubert: “Der unschlüssige Hegemon: Deutschland und die Anfänge der Europäischen Währungsunion”, 载于 Franz Knipping: Aufbau und Krise: Die europäische Integration in den Jahren 1970—1984 , Tier 2004, 206f。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国家的货币，而非国际货币在世界贸易和外汇储备中占了极其重要的地位。此外，法国要在美元可能贬值的情况下保护好自己。

与根本性不平衡的市场力量相比，所有的这些政治冲突都可以完全忽略：创造的货币和信贷大大超过了生产的商品量，不平衡性很难消除（今天仍然存在）。此外，在外贸上也存在不平衡，美国人必须对此作出反应。可预见的是，不久的将来，他们会没有黄金了。美国面临着两难的选择，艰难地停止美元供给（结果会导致衰退）或者是黄金升值（这也是市场的要求，这却不一定能消除不平衡性）。

他们却做出了完全不同的决定：废除了美元和黄金的联系。20 世纪 70 年代初，当时的美国总统尼克松关闭了“黄金兑换窗口”。即使是最强的经济体，他们的货币也是与他们的意愿和他们的能力相关的，因而，再没有一个国家的货币是和某一个商品挂钩的了。在人类几千年的历史中，首次出现全球只有纸币体系，后果很快体现出来而且很严重：经济发展缓慢，失业率上升。以前挂钩于黄金时的美元，相对于德国马克之类的货币迅速贬值。全球物价上涨，美国通货膨胀率达到了两位数，金价涨了 20 多倍。没过几年，到了 20 世纪 70 年代末，人们完全看好黄金，似乎美元彻底贬值只是时间问题，之后还有其他的货币。

这就是 20 世纪 70 年代第二次大幅度金价干预的环境，这正处于 20 世纪 60 年代的黄金互助基金和今天还持续的 1993 年 8 月开始的干预之间。黄金互助基金中黄金被售出，金价上涨得到压制，但是，这些都是在黄金和货币挂钩条件下进行的，在中央银行之间金价和美元直接挂钩，和私人则是间接挂钩。我们现在所描述的 20 世纪 70 年代干预所处的环境和今天的环境原则上是相同的，当所使用的货币只是纸币时，价格和货币并不会受一种金属约束。20 世纪 70 年代的干预和今天的干预极为相似，只有一个主要的区别：它是公开进行的。中央银行卖出黄金，这样使得金价不会上涨。黄金互助基金和 20 世纪 70 年代的干预都和今天所流行的事件有关，在这些事件中公众也参与其中。这些事件是公开的，人们对此进行讨论，也有争辩和研究工作。尽管那时也有秘密的附加协议（例如在黄金互助基金中的补

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

款职责)，基本事实却是公开的，根本上不能说它是保密的。从 1993 年起至今的干预却极为不同，它不仅不是公开的，甚至可以说它所采取的措施(如黄金借贷的数额被保密)是被刻意隐瞒了。可能有关人士看到了前面两次干预的失败，才决定秘密进行 1993 年后的干预。

那么，20 世纪 70 年代是如何进行干预的呢？因为当时黄金期货市场才刚刚引入，所以期货市场上的震撼式抛售还未出现。实物供应还没有通过黄金借贷和黄金套息交易增加，金价绑定还没结束很久，不然新业务形式已经发展起来了(由于可能存在利息差)。第三种干预方式那时还没有出现，金价干预首先通过销售进行。中央银行卖出黄金，抑制金价上涨，它们想要减少货币贬值，建立美元信心从而使美元价格坚挺。在首次取消货币挂钩后，就已经对黄金价格产生了影响，已获得间接的影响。

黄金已经停止作为货币流通，就官方的角度，黄金和其他商品一样，但是由于历史的联系和原因，黄金还是起到了特殊的作用，中央银行还是非常关注这个商品。20 世纪 70 年代末它们定期抛售黄金，以控制其价格。不然，这将标志着他们所构建的货币体系不起作用。在高通货膨胀率和美元疲软的情况下，1979 年《时代周刊》中的一篇文章表明了其观点。美元在急剧贬值，德国中央银行进行了数十亿购买美元以支持美元。当时的美联储主席保罗·沃尔克应当阻止这个混乱局势。《时代周刊》报道称："沃尔克正在计划进行第二期的美元拯救计划，为期 11 个月。在这个计划中人们将卖出更多的黄金。目前，诺克斯堡(Fort Knox)的美国金库每个月售出 75 万盎司的黄金，这个数字可能会翻倍，以抑制金价上涨。"美国将会定期售出黄金，在这个计划中，定期售出的数量将翻倍。

美元的接受度很低："中央银行和私人都抵制接受美元，美元的价值也日趋下降。"[1]这里涉及其他中央银行和私人是否接受纸币，这里是美元。核心是一种竞争的思想：黄金与国家货币存在竞争的关系，黄金的贬值可以

---

[1] *Time Magazine* Vom 1f. Oktober 1979, "Shrinking Role for U. S. Money", www.time.com/time/magazine/article/0,9171,916948,00.html.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使得货币价值坚挺，因此黄金的价格受到压制(这一动机我们从 1993 年 8 月开始的金价干预中就可以确认)。在这种思想出现之前，中央银行行长一致认为，保罗·沃尔克前任的言行影响不可低估。早期连任多年的美联储主席威廉·麦克切斯尼·马丁(William McChesney Martin)在同一篇文章中发表了强烈反对销售黄金的观点：只要他还在职，那么美国只有踏过他的尸体才能抛售黄金。[1] 即使在各个中央银行中，也没有达成共识。

在 2004 年发表的回忆录中，当时的美联储主席保罗·沃尔克对打压金价的黄金抛售进行了阐述。早在 20 世纪 70 年代初黄金抛售就已出现，当时美元就已呈现出不利的发展态势。30 年后沃尔克根据 1973 年的美元疲软做了如下陈述："在此期间，我们没有采用协调的黄金抛售干预行为来避免金价的巨幅上涨。这是一次失误。"[2]我们在这里可以清楚地看到，在中央银行银行家的眼中，抑制金价上涨是中央银行的一种政治策略，目标是支持美元。这当然是一种间接的方法，因为事实上这和美元对于其他商品以及其他货币的价值有关。疲软的金价会对此产生影响。这里中央银行对金价影响还有一定的连续性，这种影响在 1971 年美元与金价脱钩后还继续存在。

之后还有继续发展。一方面中央银行对最近几年执行的黄金销售做出了其他的解释，并没有公开说明销售黄金是为了限制金价，不过该动机在 20 世纪 70 年代相关事件中至少偶然提及。此外，中央银行采用的工具也有所增加。除了销售黄金之外还有黄金借贷和用于影响价格的期货市场销售，和私人机构这种形式的合作是新出现的现象。

市场干预持续进行，几乎每天都对金价发展产生影响。因而有必要将 1993 年 8 月 5 日开始的现代金价干预叫作系统性干预。这并不意味着之

---

〔1〕 *Time Magazine* Vom 1f. Oktober 1979,"Shrinking Role for U. S. Money", www.time.com/time/magazine/article/0,9171,916948,00.html.

〔2〕 Volcker, Paul: From Dollar Float to Inflation Fight, 载于 The Nikkei Weekly English, 2004 年 11 月 15 日，选文的第二部分可以在载于《日本经济新闻》(*Nihon Keizai Shimbun*)的备忘录"我的自传"中找到，"在此期间没有采用协调的黄金抛售干预行为来避免金价的巨幅上涨。这是一次失误。"感谢约翰·布里姆洛(John Brimelow)。中央银行做出的通过一致出售避免黄金价格上涨的决定，由于法国反对而没有实行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前不存在干预,而是当今的干预是销售、借贷、期货市场干预以及政府机构和私人银行一起进行的。此外,人们尝试着有意隐瞒干预。在 20 世纪 70 年代纯粹的销售和当今各式各样的干预之间存在一个过程。如前所述,20 世纪 80 年代出现了黄金借贷业务,受 1987 年股市崩盘影响出现了私人机构代理,这就是从 20 世纪 70 年代纯粹的销售到今天的综合干预行为的两个过渡点。

从 20 世纪 70 年代到 1993 年 8 月 5 日系统性干预开始存在一个过渡过程。20 世纪 70 年代末美联储主席沃尔克通过激进的货币政策(如提高利率)阻止了疯狂的货币贬值,经济进入了大萧条,20 世纪 80 年代的特点是低通货膨胀率、低利息以及反复无常的美元变动。但是,负债增加,股票价值激增,直到 1987 年股市崩盘。这引起了人们对世界经济危机的担忧,受美联储主席格林斯潘所托私人机构也进行了股市救助,世界经济危机解除了,简单地说一切照常进行。1980 年利息和通货膨胀降低,因而金价受到压制。尽管如此仍有理由进行干预,即使该理由和之后的阶段(金价上升时期)比起来并不充分。

对于 1980 年和 1993 年之间可能存在的金价干预,中央银行方面并没有相关的报道,这并不意味着没有金价干预。原则上讲人们既可以公布干预,也可以对其进行保密。这同样适用于汇率市场的干预,秘密干预成功的可能性更大,没有人会注意到这个有问题的情形。公开干预会使市场参与者受到惊吓而做出不利于干预的应对措施。此外,也有处于两者之间的干预,这些干预会引起直接的市场参与者的注意或者疑惑。

秘密干预的存在不容置疑,因为一些干预已经随后通过参与者或者中央银行的发言人为人所知或者通过中央银行报告而公开。相关年份的汇率干预有《广场协议》、《罗浮宫协议》、《巴黎协议》(均和美元相关)以及欧洲货币同盟前的平衡措施。汇率干预有更多的公开信息[1],且适用于(在有现

[1] 有兴趣者可以查阅该领域作者的文献,例如 Michael Bordo, Owen Humpage, Anna Schwartz, William Osterberg, Kathryn Dominguez, Mark Trede, Bernd Wilfling, Michael Frenkel und Georg Stadtmann。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存差异的情况下)与黄金干预进行类比。另外,五年后美联储会议记录被公开,从中我们可以看到许多汇率市场操纵观念和手段,而黄金干预不会与此截然不同。1980 年后,中央银行进行了黄金销售,其中的一些很明显是以抑制金价为目的。此外,1987 年股市崩盘后的金价变动给市场参与者留下了深刻印象,并定义为干预。第三个标志是资产负债表上的特殊记录,他们也指明了上述事件和在黄金领域干预的外汇平准基金(ESF)(以后会更多)。

1987 年 4 月 27 日这一天值得特别提及,4 分钟内纽约商品期货交易所(Comex)的金价就跌了 20 美元,这种突然的下跌在之后的系统性金价干预中经常显现出来,而在 1993 年 8 月 4 日开始前却没有再发生过。这种下跌发生在午间,在这段时间的交易比其他时段要少,这也使得干预更为容易。周围环境也很有意思,金价突然下跌的两天后,1987 年 4 月 29 日,美联储召开了电话会议,电话会议被逐字记录并发表。[1] 根据会议记录进行了大量的干预措施,美元对日元大幅下跌,贸易赤字巨大,媒体称之为贸易战争,美国总统对货币问题发表谈话。美联储国际业务部和国库局主任萨姆·Y.克罗斯(Sam Y. Cross)声称,为了支持美元,中央银行仅 4 月就花费了 200 亿美元。有意思的是,黄金的极度降价也正好发生在美元对日元最大幅度贬值之际。交易商发现货币跟着这种贵金属下跌。《纽约时报》报道:"外汇交易商认为,金属市场上的行为尤其值得注意。一般贵金属会针对美元变动做出反应,但是一些交易商却说昨天的情况正好相反。"[2]这说明汇率领域的干预伴随着黄金市场的干预发生,不过关于金价干预并没有直接证据。与 1993 年 8 月 5 日系统性干预开始的时候不同,那时还不能排除对之前金价急剧上涨反应中有纯粹的、非干预引起的市场技术调整。

可以肯定,20 世纪 80 年代相关负责人脑海中还存在着这样的想法:在

---

〔1〕 美联储管理层:FOMC 会议记录,www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC19870429confcall.pdf.

〔2〕 Gilpin, Kenneth: "Currency Markets",载于纽约时报,1987 年 4 月 28 日,参见 www.nytimes.com/1987/04/28/business/currency-markets-dollar-ends-hectic-day-with-rally.html? scp=11&sq=gold&st=nyt。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黄金和美元间存在这一定的联系，我们可以利用这一点做些什么。美联储的韦恩·安杰尔(Wayne Angell)1988 年 6 月犀利地问一个同事，若美元跌金价涨他该怎么做。[1] 总的来说，1980～1993 年之间的时间并未停滞，现代系统性金价干预的发展是一个多方面渐进的过程。在一些以其他理由进行的事件中似乎都有着压制金价的目的，如销售黄金或者黄金借贷。直接干预唯一的目的似乎就是影响价格，我们还无法看出诸如 1993 年 8 月 5 日的系统性干预。

在进入当今的干预之前，我们得再研究一下 20 世纪 70 年代的干预，其中有两个方面对 1993 年以后的现代干预起到了促进作用。20 世纪 70 年代中期黄金期货引入了纽约商品期货交易所(Comex)，在之后几年里人们纷纷议论，期货市场到底如何影响实物市场的价格。原则上说应该是和今天的相同，只是有一点是相反的：今天的投资者因为价格上涨阻力或者不利价格趋势而放弃投资，但是那个时候期货市场却使得实物市场的价格上涨。那时许多人都利用这个杠杆作用在纽约商品期货交易所(Comex)市场上购买黄金，黄金价格的上涨激励许多储蓄者投资金币和金条，其中一些人是在期货市场价格上升后才开始交易的。因为黄金是投资品，而非消费品，期货市场参与者也会影响实物市场的价格。1990 年初，金价涨了 20 多倍，监管单位干涉其中，修改了期货市场的规则(某种程度上已不符合法律要求)，这有效控制了贵金属领域的价格上涨。我们后面还会讨论期货市场的影响，但是这并不影响关于期货市场作用可能性基本假设的成立。至少当时贵金属市场的影响在专业圈里是公开的，20 世纪 70 年代期货市场和现货市场的关系以及 20 世纪 80 年代的干预都给 1993 年后干预提供了启示。

20 世纪 70 年代干预对当今干预有重要意义的第二方面和我们对干预的设想相关。从千禧年开始金价上涨，因此人们不禁要问，鉴于成倍增长的金价是否真的有干预存在。金价干预在 20 世纪 70 年代是平稳进行的，而

[1] Frank: What are you going to do when the dollar is falling and the price of gold is soaring? www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC19880630meeting.pdf, 61.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金价的上涨却更为猛烈。干预并非意味着金价会顺着中央银行期待的方向发展，干预也可以只是减缓价格上涨，中央银行也不是万能的。20 世纪 70 年代的干预表明黄金市场上长期的干预只是减缓了上涨的趋势。

干预并无统一的结果。金价可以单边上涨，或者(不明显的)波动上涨，或者按照预期的方向行进(金价干预导致降低价格)，干预也可以起到减缓价格上涨的作用，即使外界看来，好像干预失败了。人们也可以在 1993 年后的现代金价干预中看到干预结果的多样性。干预可以影响单边运动的金价(1994～1995 年)，也可以使金价下跌(1997 年)，以及降低涨幅(从 2001 年牛市开始)。因而干预并没有统一的形式(不仅干预形式而且环境也发生了变化)，对干预应该细分描述，而不是所有的时间一起进行。

我们对当今干预发展形式有了总体的了解，它不是空穴来风，而是有各种先行行为，如 20 世纪七八十年代期货市场和黄金借贷的发展。现在我们再考察 1993 年 8 月 5 日的系统性干预开始前的时段。1992 年就已经开始了欧洲货币体系危机，英格兰银行无法稳住英镑。许多中央银行的银行家和政治家将英镑的贬值看作金价疲软的信号，他们中一些人并没有把责任归于市场失灵而是归于索罗斯等基金经理，这些基金经理发现并利用了这个特点。

正如预期，欧洲货币体系危机导致金价上涨。1993 年上半年金价在 5 个月内涨了 25%。索罗斯再次吸引了媒体的注意，这次报道的是他投资一个金矿。1993 年中期的货币政策环境就介绍这些，当时的英镑汇率在欧洲货币体系中是固定的，显然欧洲货币体系危机并非公开干预金价的动机。在这种情况下，出现了私人的套息交易。即使我们无法确切知道交易的数量，但是我们知道，它曾短暂且有效地出现在市场中。在金价上升时，套息交易会亏损，和中央银行一样它们在金价下跌时受益。市场干预的直接原因当然是市场运动：1993 年 7 月 30 日收盘价超过 400 美元这个价位，达到了 407 美元，400 美元的心理价位是不应该被突破的。中央银行担心像 20 世纪 70 年代一样又有自发的黄金交易所发展起来。接下来的几天金价略有下跌，当然不能排除人为因素起到了推动作用，如黄金销售(不过没有具体的迹象)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1993 年 8 月 5 日 8:27：系统性黄金干预的开始

1993 年 8 月 5 日美国东部标准时间 8:27 发生了一件不寻常的事情，这样的事情在市场上很少发生，但之后却以更为温和的形式重复发生。金价进行了令投资者痛苦的单边运动，像石头从天空落下般急剧下跌。在 7 分钟内，黄金价格下跌了 13 美元。这种突然而迅速的下跌，过去最近一次是发生在 6 年前，即之前所提到过的 1987 年 4 月 27 日(这也预示着一些干预)。当时，金价急剧下跌前一个月内上涨了 40%，而这次前一个月的增速只有 4%，这使得市场技术性反应显得较为困难。

这次干预所涉及的不是上升势头，而是一个标志：黄金价格要低于 400 美元。400 美元的标志，引发了持续至今的一系列系统性金价干预的第一次干预。400 美元是决定数年内干预水平的标志，中央银行选择这个十进制整数作为标志有好几个原因，其中一个原因是务实(因为必须要确认一个标准)，而且还因为他们知道，市场参与者会不断提高对这个标志的关注。如果黄金不能采用这个标志，许多人将对此失去兴趣。

当然，黄金价格突然的大幅下跌是当时一个重要的讨论话题。这事令人费解，对于市场观察者来说是反常且意外的，他们不知道关于干预的任何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

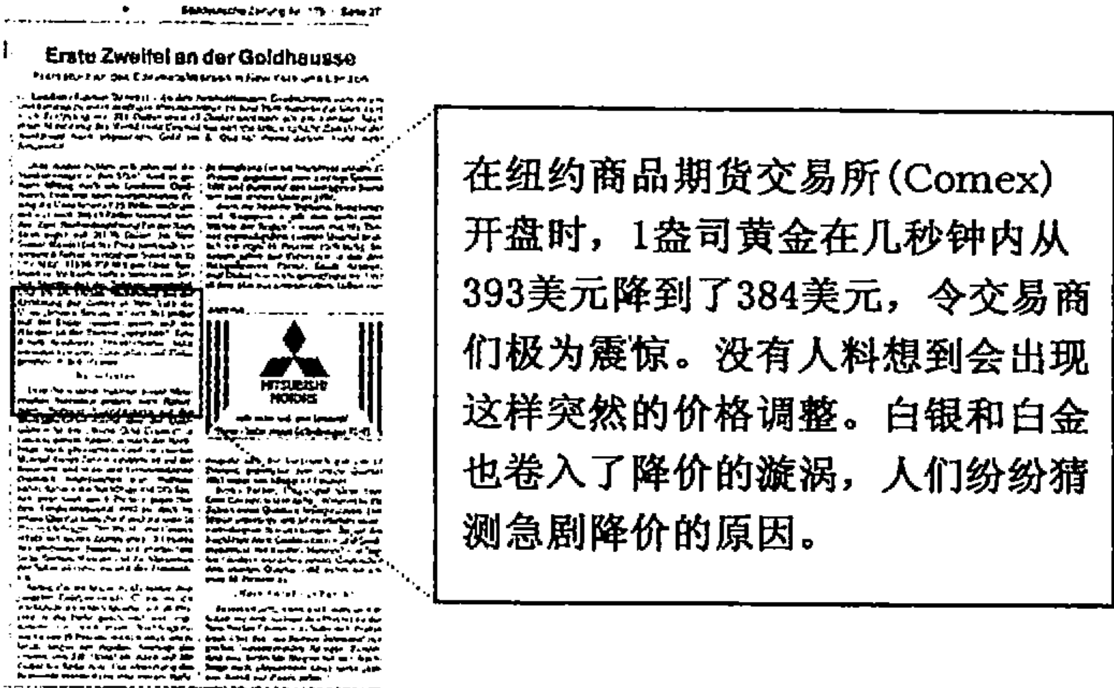


图 42 《南德意志报》1993 年 8 月 6 日的报道

事情。虽然市场的行为一再与预期不同，但很少达到如此巨大差别的程度。让我们通过媒体报道回顾一下当时市场上的看法和意见。《南德意志报》(1993 年 8 月 6 日，第 27 页)报道：在午后纽约商品期货交易所(Comex)开盘时，每盎司黄金在“几秒钟内从 393 美元下降到 384 美元，让泰晤士河畔的商人惊讶不已。没有人会预料到如此巨大的价格调整”(见图 42)。《南德意志报》描述了市场参与者对金价突然下降的惊讶情形，这完全不符合他们的期待值，黄金价格在几分钟(而不是几秒钟)之内如此剧烈下跌。

在典型的市场运动中总是会出现反弹，如果它不是一个典型的市场反应，那么价格突然这样下降的原因是什么呢？非常大的卖家不会同时处理所有的订单(当然，他们希望影响市场)，原则上要考虑到一个巨大操作失误(但这马上就会导致价格下降)。因此，《南德意志报》继续以“谜”为标题报道这一事件：“昨天金价崩溃的真正原因还是个谜。”市场参与者无法解释这次令人震惊的下跌。这太不寻常了，人们根本不知道什么能引发这样一个完全反常的趋势，没有人考虑到干预！它开始显示出它的作用，因为人们开始怀疑，是否黄金的牛市已经结束。《南德意志报》的文章以“对黄金交易所的质疑”为标题继续报道这一事件。这次操作是成功的，市场参与者和观察员都糊涂了！令人震惊的暴跌只持续了几分钟，却足以对数月的价格上涨趋势提出质疑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金价的急剧暴跌成了第二天英国经济媒体的重大话题。《华尔街日报》称这次降价为“闪电抛售[1]”,以说明这次变动完全出乎意外(在英语中,自从第二次世界大战以来由于闪电战而产生了借用“闪电”表达某个过程的出人意料),它远远超出了此前所有预期。我们看一下行情在这一天是如何变化的,图 43 显示了黄金期货交易额最高的纽约商品期货交易所(Comex)的日间变动情况。[2]

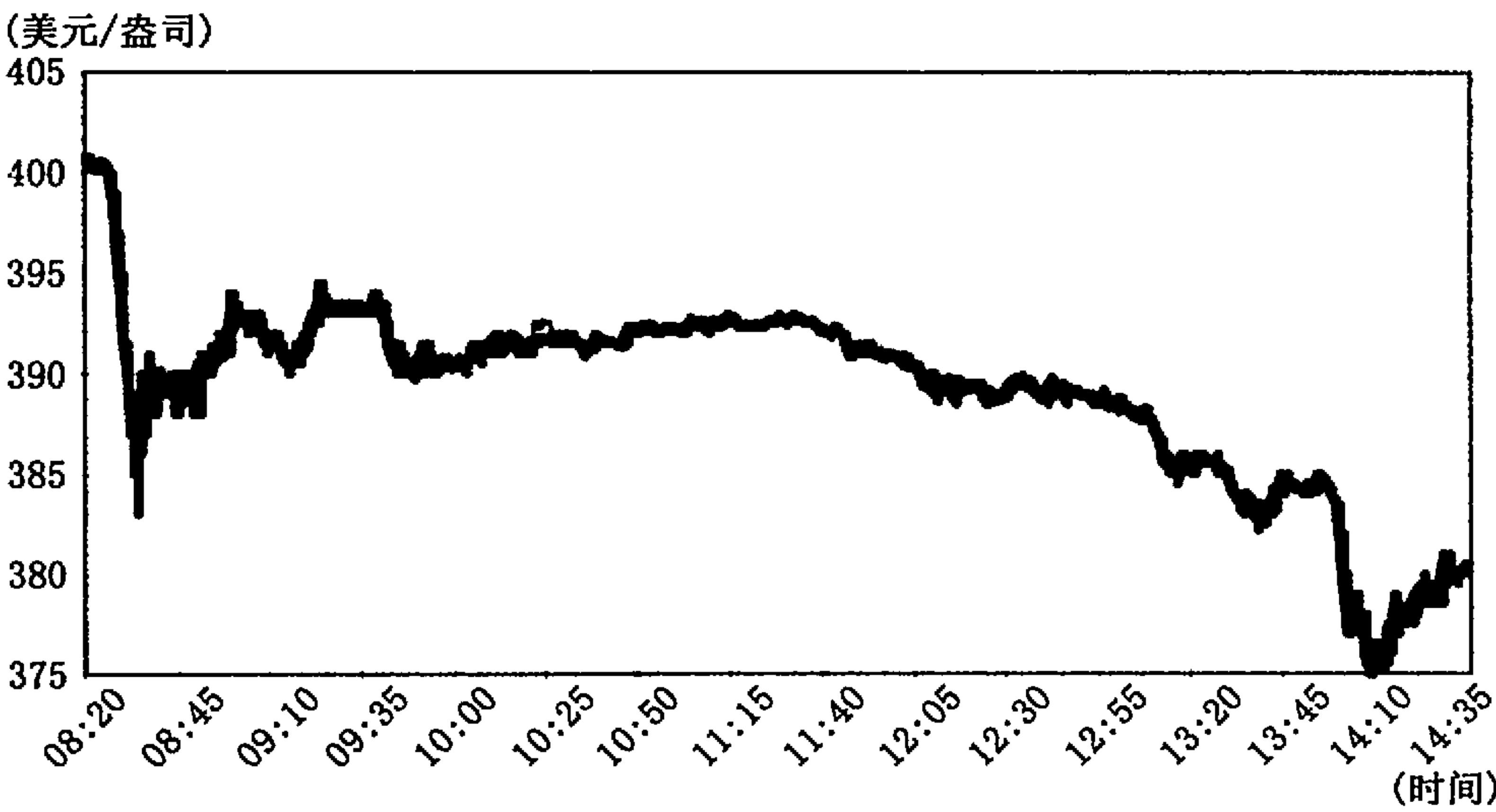


图 43　1993 年 8 月 5 日的黄金 12 月协议(干预开始)

我们可以看到,会议开始后黄金价格如石头般地跌落!特别是在 8:31～8:33 之间价格跌落了 10 美元,从 395 美元下跌到 385 美元。这是《南德意志报》所引用的变动(《南德意志报》称,期货比现货价格开价高了 3 美元)。这种没有征兆的大幅下跌自那时起开始伴随着市场,从那以后市场参与者看到了几百次这类事件发生(在序言和前面的章节中可以找到例子)。这种令人震惊的下跌使得投资者和相关当事人不敢踏入市场。这是黄金市场的干预活动的一种标准模式,虽然不是每个对黄金市场的干预都是这样表现的(有些干预是为了阻止价格的上升),但大多数的大幅下跌都

〔1〕 “A blitz of selling”,*Wall Street Journal Europe*,1993 年 8 月 6 日、7 日,第 9 页。
〔2〕 在以分钟为间隔的高值和低值时段,有两个数据很可能是错误的,它们会使得趋势变动更为剧烈,这里把它们去除了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

归因于干预。在接近 1993 年 8 月 5 日会议结束的时候，这个事件再次发生，黄金价格突然再次暴跌，尽管和会议开始后降价的程度不一样。这应该是要控制涨价，要结束牛市。事实上，这不仅是引入了简短的修正期，更确切地说黄金的价格干预将会长期抑制价格上涨。400 美元这个整数关口起着重要的作用，它标志着黄金价格干预的开始，此后多年它都是黄金上涨的阻力线。图 44 显示了自 1970 年起其每盎司黄金以美元计价的价格。

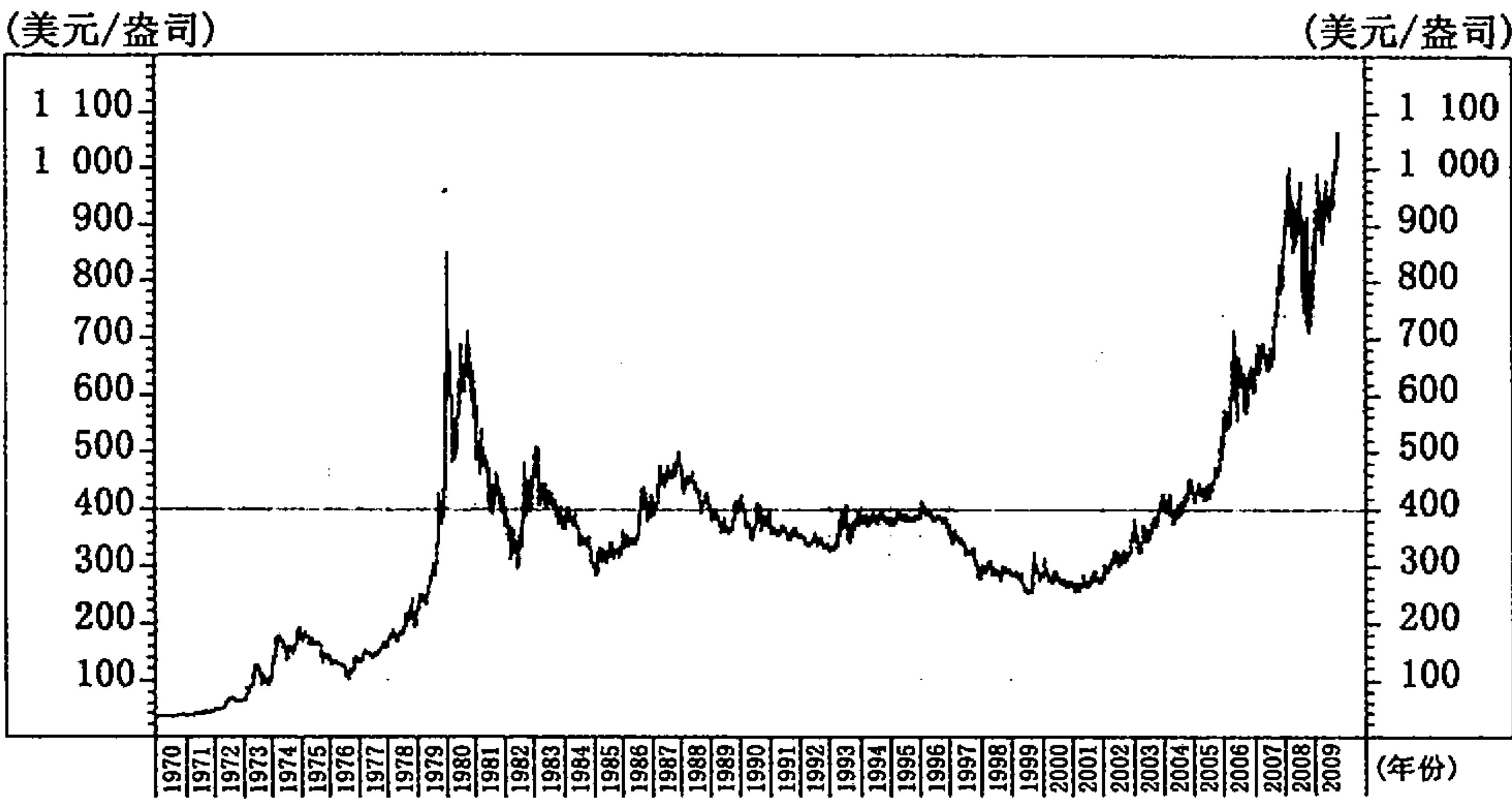


图 44　1970 年后的金价：美元每盎司（31.1 克）

同样在图 44 中可以看到，400 美元的初始干预标记很明显。人们可以清楚地发现，从 1993 年中到 1996 年末金价变动有规律地依赖于这一标志。除此之外，在行情图中就没有什么可比之处。行情变动几乎是像一条线，虽然还是有些小波动。因此，在 20 世纪 90 年代中期，251 天的变化率不到 6 个百分点，而算出的近 40 年来的平均值达到了 18 个百分点。400 美元体现为长期的干预标志，干预通过这种短期的单边变动来实现。这个使用了多年标志的存在是显而易见的。当进行第一次大规模干预时，可能会选择一个基于固定标志的直接方法。动态和复杂的干预会和其他的工作过程一样，倾向于在第二步操作时执行。

此外，干预标志由于这些因素得到了很好的保障。400 美元这个标准，一方面明显是由于 1993 年 8 月黄金干预的开始产生。同时，通过长期图表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中明显的单边运动计算得到的这个标志,成为多年来黄金的价格不能超过的极限。该干预限制是统一的,干预开始日期和之后的时期都使用这个限制。该标志由两种相互独立的方法计算出,标志自身也由此得到确认。中央银行决定,将控制黄金的价格,使得一盎司黄金不高于 400 美元。但他们的动机是什么? 为此,让我们仔细研究下面一些决定性的时间点。

图 45 显示了 1993～1996 年黄金价格的走势。人们可以清楚地看到金价在 1993 年上半年上涨,这次上涨开始于 330 美元,并引发了防止价格进一步上升的干预。当黄金价格突破 400 美元的标志后,开始了 1993 年 8 月 5 日金价干预,造成黄金价格大幅下跌至 350 美元以下。随后黄金价格再次上涨到将近 400 美元,然后进入多年的单边变动并继续保持在干预标志 400 美元以下。



图 45　黄金 1992～1996 年

迄今为止还没有对于黄金干预的官方证实,并且没有公开的关于黄金干预的备忘录。干预并非空穴来风,正如黄金互助基金有悠久的历史一样,黄金干预也有直接的历史渊源。在干预政策尚未决定时,人们必定会讨论黄金价格上涨并确认该上涨有问题。因此,没有充分的理由来掩盖他们的想法。我们来看一下在黄金干预开始之前的最后一次美联储会议中谈论的内容,事实上,我们发现了打压金价的一些主要原因,会议甚至明确表明了阻止黄金价格上涨的意愿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决定性的美联储会议

由 12 名成员组成的美国中央银行公开市场委员会(联邦公开市场委员会)每年召开 8 次会议,讨论当前形势,并决定基准利率水平。在会议上,成员们作简短的专业演讲,讨论并回答问题,在会议末尾进行投票决议。会议将被逐字记录,5 年后,这些记录将被公布。这些系统性的黄金价格干预措施开始于 1993 年 8 月 5 日,实施干预措施前的最后一次会议于 1993 年 7 月 6 日和 7 日举行,离干预仅仅不到 1 个月。

我们来仔细了解一下该会议记录。会议由格林斯潘主席主持,他请出美联储理事安杰尔(Angell),安杰尔专长于“黄金”问题,图 46 显示了他的讲话摘录,摘自于会议记录。[1]

安杰尔出场时讨论的主要问题为是否应该提高基准利率。紧缩货币政

---

〔1〕 FOMC19930707meeting. pdf;图中是扫描版本,取自 2003 年 1 月以下网址:www. federalreserve. gov/FOMC/transcripts/1993/930706Meeting. PDF,同时数据应该被 OCR 处理过。提示:虽然这是逐字的记录,但是从很多角度看都是不完整的。与该主题有关的文章:Auerbach, Robert: “That Shreddin' Fed: just 18 minutes of Watergate tapes were erased, while the Fed's 'edits' veil years of historic record”, *Barron's* 10, Dezember 2001, http://groups. yahoo. com/group/gata/message/940. 。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

You know, there's a lot of loose talk around. Everybody has an opinion about gold prices. There's a lot of gold going into India and it flows into India because clearly people there want to hold gold rather than rupees, a paper currency that goes down in value. And clearly gold is going into Indonesia and into China as people there choose to hold a more reliable safeguard against these crazy paper currencies that have terrible inflation rates. But the price of gold isn't being affected by a little increase in the number of Chinese who are buying gold. The price of gold is pretty well determined by us. For many things, like land prices, long-term interest rates can have a significant impact. But the major impact upon the price of gold is the opportunity cost of holding the U.S. dollar. No other currency has a reserve base that causes someone to be able to say: "Well, I don't like holding my own currency." If you don't like holding your own currency, you always have the option of holding dollars instead. But we set the stage. We have a low interest rate that causes this saver out here to say he and his wife have been had. And I understand how they've been had. We're in a period in which we're going to increase some income taxes; but I'm not one who believes that people who are making more than $250,000 a year are going to cut back their consumption because their income tax rates go up. I think their saving rate is going to come down. We're in a period of being impacted by inflation expectations, and it shows up in the price of gold. We've had a 20 percent increase in the price of gold since last February's Humphrey-Hawkins meeting. Now, [yearly] world production of gold only runs 2.3 percent of world stocks. I thought it rather dramatic--I had not thought about that with the price of gold at $390 an ounce--that the value of the world's stock of gold is a measly $1.4 trillion. Now, a lot of that is held by central banks. But we were at one time in a restraining mode, making it unprofitable for central banks to hold gold. But I think this year those who have held gold have said they've got the best deal going as the [value of the] world's gold stock has appreciated $234 billion since our February meeting. We can hold the price of gold very easily; all we have to do is to cause the opportunity cost in terms of interest rates and U.S.

7/6-7/93 -41-

Treasury bills to make it unprofitable to own gold. I don't know how much change in the fed funds rate and the Treasury bill rate it takes to do that, but I'd sure like to find out.

Aus dem Protokoll des Fed-Meetings vom 6/7.7.1993 (Gouverneur Angell)

图 46 1993 年 7 月 6 日～7 日美联储会议备忘录摘要(美联储理事安杰尔)

策的主要职能是稳定货币的价值,从而防止物价上涨,它们的主要缺点是会威胁到经济发展。一开始,安杰尔阐述了他的观点,他提到了极端的悲观情绪、经济增长、货币政策的滞后效应和通货膨胀。他着重考虑的一个问题是,由于对货币数量有限的认知,未来的发展很难预测,且要考虑其他因素。然后,他权衡了导致未来通货膨胀率上升或下降的各种因素。他谈及了过去他自己的估测,以及整个联邦公开市场委员会的估测,他认为这些估测非常糟糕。总之,它关系着中央银行可以如何防止通货膨胀,以及它如何发现潜在的通货膨胀威胁。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然后，他说到了一个储蓄者写给他的一封信。根据备忘录，安杰尔的表述如下："我很少收到信件，但这里就有一封：'我和我妻子已经结婚 51 年，我们所赚的每一分钱都是辛勤劳动所得，我们非常节俭，为年老以后的生活做储蓄。我无法描述我有多讨厌通货膨胀，它对我们的积蓄造成了恶劣影响。我们的身份决定了，我们只能做保守的储蓄者，但我们收到的利息比通货膨胀率还要低。此外还有税收，它已经不是税收，而是对积蓄的侵占。'接着他对我关于通货通胀的立场表示赞许，最后他说：'虽然我对你的成功没有很大的信心，但是我非常感谢你的努力'我想这正是问题的关键所在【笑】。"[1]储蓄者一语道破中央银行对抗通货膨胀中的困难。同时安杰尔提醒他的同事们，他们的工作最终是为了什么。

然后，安杰尔把黄金引入话题，并对他的同事说道："你们知道，目前市场上有很多的流言，每个人对黄金价格都有看法。大量黄金流入印度，很明显：因为与其持有卢比，人们更愿意持有黄金，卢比这一货币正在贬值。显然，黄金同时也流向了印度尼西亚和中国，因为那里的人民都想要持有稳定的黄金来对抗因通货膨胀而疯狂贬值的纸币，但黄金价格并不取决于购买黄金华人数量的小幅增加，黄金价格主要是由我们决定"。安杰尔指出，购入黄金主要是作为货币的替代品，但是，亚洲买家不会引起黄金价格的显著上涨。他让他的同事们认识到，黄金价格最终是由美国中央银行的决策者决定的(正如他确切说明的一样，他还要进行实施)。"长期利率对许多东西价格有很大的影响，如土地价格。但对金价影响最大的是持有美元的机会成本。"安杰尔说明了长期利率和黄金价格的联系，他认为对黄金价格影响最大的是美元投资获得的(短期)利息额，且这是黄金持有者所必须放弃的。

安杰尔阐释他的观点："没有其他的货币能站在这样的出发点，它可以促使人宣布：'我不想持有本国货币。'如果有人不想持有自己的货币，他总是可以选择持有美元。"安杰尔之前就提到了相互替代关系的机会成本和利息，人们只能从中选择其一，这表明了黄金和美元是可以互相替代的价值存

---

[1] FOMC19930707meeting. pdf，40 页，其他的英文原文见图 46。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

储的两种方式，即它们是相互竞争的关系。现在，他指出美元的特殊角色，它是其他货币的主要竞争者。总体上他把存储手段分为三组：黄金、美元及其他货币。“但是，我们决定前提条件。我们拥有低利率，这会促使一个储户像那对夫妇那样给我写信。我能理解他们，我们正处在一个将提高某些税费的阶段，但我不相信，年收入超过 25 万美元的人会因为税务负担上升而减少消费，我相信他们会以减少储蓄来代替减少消费。我们正处在一个以预期通货膨胀为特征的阶段，并且这也表现在黄金价格上。黄金价格自从 2 月召开的汉弗莱—霍金斯（Humphrey-Hawkins）会议以来上涨了 20%。”现在他要发挥通货膨胀预期作用。在他的考虑中，通货膨胀预期仍有重要作用。在这种背景下，他指出了牛市，黄金从 2 月所谓的汉弗莱—霍金斯会议开始涨了 20%（会议在议会每半年举行一次）。但上涨的黄金价格在导致通货膨胀的预期增加时才是问题（下面他还要就此谈谈看法）。

综述他的观点，有三种价值保存手段：黄金、美元和其他货币，它们互相竞争（见图 47）。糟糕的高通货膨胀率货币持有者可以转向美元或黄金，黄金的价格由其替代品美元的利息决定。同时上涨的金价也意味着，投资者会增加通货膨胀的预期。1993 年初金价上涨曾出现过这种情况。

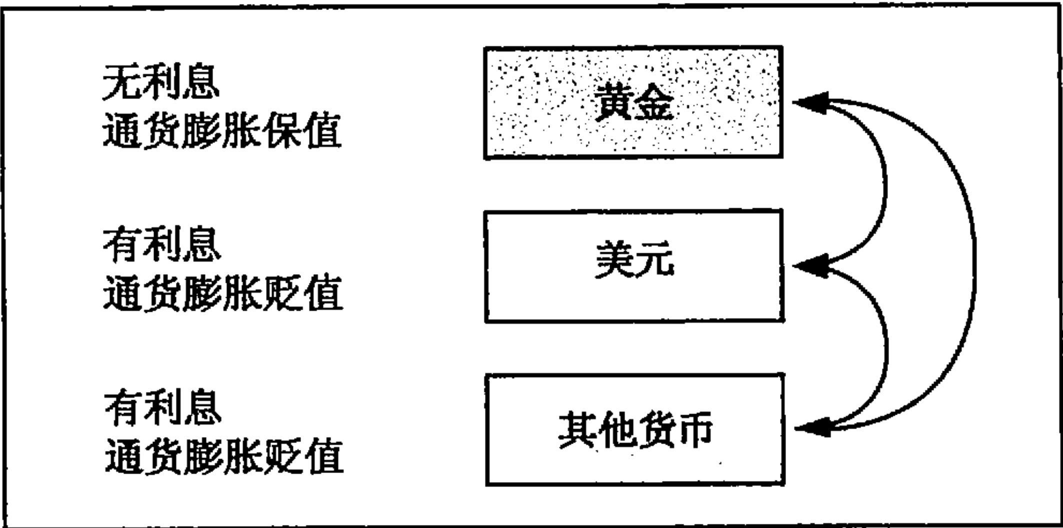


图 47　三种相互替代的价值保存手段

安杰尔继续说道：世界每年黄金产量只有黄金存量的 2.3%……全球黄金存量价值为 1.4 万亿美元，黄金的特点是，存量非常大（相对于生产量），这正是我们已经确认的直接干预先决条件之一。尽管安杰尔没有提到这些，或者可能他觉得这没有意义，但他认为这个前提和抑制金价上涨的愿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

望有直接的联系(他立即清楚地表达了这一点)。现在他或者另一个参与者必须将这些观点联系在一起,以实现通过销售和借贷进行的系统性干预。"有一大部分的黄金储备在中央银行手中。我们好像进入了一个减持阶段,其他的中央银行在这种形势下持有黄金是不盈利的"。他发言的目的不在干预,而在其他的方向:如果美联储提高利率(具体和该决策有关),那么其他中央银行持有黄金就难以盈利,因为投资美元会获得更高的利息。在这里他认为提高利息额将会影响其他中央银行,使其销售黄金或者不再购入黄金。这样就可以将其他中央银行间接地和金价疲软联系在一起。即使他不再执行这一政策,这对美元有价证券也有好处,因为其他中央银行超过2/3的货币储备是美元。"但是我认为今年持有黄金的人会说,他们做了最佳的交易,自从我们2月的会议以来世界黄金储备价值最终增加了2 340亿美元"。黄金持有者,其中包括外国中央银行,今年为止用黄金做了很好的投资。如果黄金涨幅如此巨大,那么它的收益就会高于美元投资,这样美元投资就会变得没有吸引力。这些都使安杰尔感到困扰,以致他说:"我们很容易控制金价。"

这句话意味着什么!这表达出了一个美国中央银行的银行家在废除黄金美元挂钩之后以及在动荡的、高通货膨胀的和美元疲软的20世纪70年代之后,要压制金价上涨的愿望。恰好不是像人们想象的那样,中央银行好像自然应该期待金价上涨,因为他们是黄金持有者且能从资产的增值中受益。之前安杰尔的阐述中明显表示出,各国中央银行并没有一致的利益。安杰尔继续说他是如何设想这些行为的:"我们必须通过联邦基准利率和(利息)创造高机会成本,使得持有黄金无利可图。"他提议,将提高利率作为抑制金价上涨的手段,使无利息的黄金变得没有吸引力。

不过这种方式会损害经济增长。似乎在这一时刻他并没有考虑直接干预,事实上只考虑提高利率,他是唯一支持用紧缩货币政策抑制通货膨胀的人。若他考虑到直接干预,那么他必须等几个月才能看出干预是否有效。仔细观察他的言行,可以看到这离直接干预开始还有几乎一个月,此时该想法还在酝酿之中。在通货膨胀和威胁经济发展的矛盾关系下,为此平衡低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利息和打压金价的关系，在控制通货膨涨预期的同时不损害经济发展。

通货膨胀恐惧促使安杰尔论及黄金。他解释了利率和金价的关系(在接下去的会议中他强调了这一点)，主要还是由美联储直接影响的短期利息。黄金和美元存在竞争关系，美元和其他货币也存在竞争关系。疲软的金价使得持有黄金无利可图，这使得安杰尔希望“打压金价”。这个愿望主要由 1993 年上半年的金价上涨引发，这又引起了安杰尔对通货膨胀的担心。他的想法主要围绕着可替代价值保持手段的竞争和通货膨胀预期，根据他的说法，我们要借助进一步的经济分析从货币政策的角度强调疲软金价的优势，这涉及对动机的理解，而非打压金价表示出的问题(有可能问题更大，但会更晚或者在其他方面表现出来)。

打压金价会使得持有黄金没有盈利。如果投资者对受到打压的金价没有兴趣，那么他们会投资到其他地方，其中包括放贷，这样贷款的利息也会降低，债务还本付息的费用(尤其是美国的债务)也会减小。贷款并不通过竞争思想支撑，而是通货膨胀预期。因为，如果投资者预期较低的通货膨胀，那么他们也会同意较低的利率。通货膨胀预期再次和金价直接联系在一起，因为上涨的金价标志着通货膨胀。低通货膨胀预期也会降低通货膨胀水平，因为没有储蓄者会提前支出，以保护他的货币不受贬值。此外，这也影响到了增加工资的要求，不会出现工资和价格螺旋形上升的局面。疲软的金价可以在美联储不提高短期利息、不威胁经济发展的情况下抑制通货膨胀。在货币的三角关系中(黄金—美元—其他货币)，疲软的金价也会使美元坚挺。美元对黄金的反向影响关系也有很好的数据证明。坚挺的美元还有其他作用，其中之一就是有利于负债(因为不会支付货币贬值的风险溢价)。

有足够的动机使货币政策制定者一个月后进行直接的金价干预。在下述动机及其作用方式的陈述中也列入了危机时期金融市场的稳定性(见图 48)。这些虽然不是安杰尔亲口所述，但也很明显表达了有关意愿。同样被提及的还有私人借贷者的盈利(套息交易者)及其风险敞口的头寸，因为这在中央银行看来首先是干预资金的来源。由于缺乏依据，一些间接影响没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有被列出，如美国资产负债表赤字的融资以及相关的美国消费，没有依据表明这些是 1993 年干预的间接动机（我们还可以看到，在可比较的情况下，20 世纪 60 年代末对外赤字已是明确的动机）。基本上难以看出，决策者考虑到了所有的因素。

动机		作用方式
低通货膨胀	↔	低通货膨胀预期
美元升值	↔	在货币三角关系中的竞争
降低长期利息	↔	竞争、低通货膨胀预期
提高其他中央银行的销售量	↔	竞争
稳定金融市场	↔	竞争、避免信号作用
黄金借贷者盈利	↔	黄金干预所需的融资
总体上说，增加信贷货币	↔	竞争

图 48　干预金价上涨的货币政策动机

安杰尔想要通过提高基准利率来控制金价，这是中央银行的可行措施，他没有提到直接干预，而且这时他也还没有这种想法，但是他已经有了行动的方向。黄金的存量很大，远远超过了每年的产量，因此，安杰尔称之为黄金和其他商品的原则性区别。此外他提到，大量的黄金都储存在中央银行的金库中，这些大型金库也是黄金干预能实现打压金价的重要前提。安杰尔在 1993 年 7 月关于控制金价的讲话中并没有提到直接干预，但是他认识到并承认了这个前提。他只是需要某人把这些棘手的问题联系在一起，很快就会通过大量的黄金储备来实现打压金价——通过售卖和尤其是借贷黄金进行干预。

我们在 1993 年 7 月 6 日和 7 日的美联储会议记录报告中看到了安杰尔的阐述，当然不是几周内决议金价干预的那一次记录。但是，我们看到了一种前期版本，在这个版本中呈现了最初的想法和组成部分。重要的动机得到阐述，随着金价在 1993 年上半年上升为其提供了借口。后续会议上也提到 400 美元这个干预标志（详情见后），这里没有提到直接干预（但提到的巨大黄金存量是直接干预基础）和黄金贷款措施（但格林斯潘的“泄密”证明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了这一点)。在决议干预时,至少有一个出席美联储会议的人和格林斯潘一起(他的作用、他的泄露和我们马上要引用的论断,引出了这点)。也许安杰尔也在那里(因为是他的专业领域),也许还有(可能来自负责管理美国黄金的财政部)其他人。但美联储会议不是组织黄金系统干预的地方,这就是为什么他们没有给我们任何关于谁和如何组织金价干预的具体信息。做出最终决定的参与者们必须在接下来的几个星期内达成一致意见,即在 7 月 6 日和 1993 年 8 月 4 日之间。此外,肯定还有私人黄金借贷者参与其中,他们因为之前的金价上涨在套息交易中遭受了损失,并在证券市场中执行干预(至少部分参与其中),此外还有其他国家的中央银行(以及主管的金融机构)。1993 年 7 月 6 日安杰尔做了阐述,根据记录,之后在英国使馆召开了一次会议,他的想法在那里很可能得到了进一步发展,很多事实(如英国黄金抛售的方式和程度)都暗示了英国在黄金干预系统中的重要作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格林斯潘考虑黄金干预

首先我们回顾一下随之而至的美联储会议，这个之前所提到的会议于1993年7月6日和7日举行，同年8月5日黄金干预出台。12天之后，即1993年8月17日，再一次举行美联储会议，会上安杰尔说道："我确定，黄金价格已从400美元降至371美元，这的确是一个同借贷市场变动一致的过程，而且取得了很好的效果。"[1]这听起来像是一个成功的消息，而且它的效果不仅说很好，而是非常好，非常非常好。当然撇开那些本身就在其中发挥作用的因素，这只可以理解为直接的黄金干预，因为他在之前会议中提出的提高利率方法被拒绝了。他将其同借贷市场上同时发生的收益率下降挂钩起来，在之前的美联储会议中这个方面他只是稍有提及。安杰尔表示，收益率的下降，即债券价格的上升，是黄金价格稳定的结果。还有值得一提的是，当安杰尔确切地称黄金价格会降至371美元时(在一个波动的市场情况下)，他提到了400美元这个调整标志，尽管很多天黄金的价格都高于此。400美元这个标志也一再地发挥着作用(从后续记录中得到证明)。

---

[1] FOMC19930817meeting. pdf, p. 41.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们回顾一下在黄金系统性干预开始之前的另一次美联储会议。这次会议在大约两个半月前的 1993 年 5 月 18 日举行。此间，安杰尔强调黄金这种商品货币是纸币的有力竞争者："有人说因为中国人购买黄金，所以黄金价格上涨了，这是最大的谬论，还一度广为流传。黄金价格，不管以何种货币标价，很大程度上取决于那些不信任信贷体系的人把什么作为退路，人们往往将持有黄金作为一种保证资产安全的做法。如果现在每年黄金的使用和消费量占世界黄金总存量 2%，那么 10%之下的生产量或消费量的波动将不会影响到黄金价格，但是通货膨胀会改变其价格。"[1]安杰尔总结了所有关于黄金价格低迷的因素（通货膨胀、收益率、美元等），近来还涉及信用货币本身。没有债务人且不会贬值的黄金是纸币最大的竞争者。

在这次会议上，美联储主席格林斯潘还亲自发表了对黄金干预的看法。他已经在考虑，通过黄金干预来阻碍黄金价格的上涨，他甚至明确提到直接的黄金干预，此外他还提及了黄金的特殊作用和显著影响："我还想着手另一个问题，对此我有些犹豫，但是在这里我还是想把其中涉及的几点解释一下。如果我们把它同心理学联系起来，那么人们用来测量的温度计会发挥其作用。在与马林斯（Mullins）州长会面时，我顺便提出了这个问题，如果财政部在这个市场上卖出黄金，那会怎么样？这是一个很有趣的问题，因为如果黄金在这个环境下进入市场，那么温度计就不仅仅是测量工具了，会对人们的心理产生根本的影响。"[2]——在黄金干预真正开始之前几个月，格林斯潘才考虑黄金市场的干预策略，应该注意到的是，这涉及销售对金价变动的影响（并且不是出于投资原因）。格林斯潘在这方面的理论也很有意思：他把黄金视为"温度计"，也就是信号发生器。正是出于这一点，黄金干预也是为了避免黄金价格发出通货膨胀即将到来的信号（或者说是表现出金融市场正处在危机之中）。格林斯潘希望可以左右"温度计"的指针走向。否则一旦黄金在这个环境下进入市场，就会从心理因素角度产生"基本"威

---

〔1〕 FOMC19930518meeting. pdf, p. 32－33.

〔2〕 格林斯潘提到国库，因为在美国是国库而不是中央银行持有黄金。FOMC19930518meeting. pdf, p. 40－41.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胁。或许那时金价已经达到400美元/盎司的标志线，这令他感到担忧。

在此次会议中，有关外汇干预的报告也很有看头，我们可以通过它们对当时的背景以及采取的措施有一个更清晰的概念。从年初起，美元对日元贬值超过10%，日本则为了支持本国出口贸易逐步实现了对日元升值的小幅度压制。1993年4月27日起美国政府响应美国财政部的倡议也开始实施干预。在国际贸易处副处长格雷琴·格林(Gretchen Greene)的报告中提到："交易部很显然以日渐升高的牌价购入了美元，总共为美国货币当局赚得2亿美元，这些钱被美联储、美国财政部和日本当局政府均分。随后财政部部长本特森在一次会议前发表言论证实，美国已经准备好对外汇市场进行干预，财政部副部长萨默斯也在一次媒体见面会中确认了此事。此外，萨默斯说道……政府则认为，汇率应该反映货币的基本联系，人为地影响或是操纵汇率是不恰当的。"[1]

如此看来，这个立场就显得很微妙，因为干预没有对公众公开。政府实际上已经干预了，但却被解释成只是做好了干预的准备，而且还要装作反对这种干预行为。从美国政府自己的话中我们可以看出，他们做了自己觉得不合适的事情。如果事实情况被掩盖，或者说没有得到正确的描述，人们就完全不需要对黄金干预的实施感到惊讶。

这个情况的有趣之处还在于，这些外汇市场干预活动的执行对于市场参与者来说是公开透明的。他们应该可以注意到这个情况，从而解除处在相反方向的头寸，或者根本不建这种头寸。这与黄金市场的现状也有着可比性，同样的，黄金市场上的交易者们能够一再看到如何干预上涨的黄金价格(尽管这种手段对部分交易者是不公开的，以至于他们坚决排斥干预手段)。格林斯潘这样描述干预手段的作用："对日元汇率干预是适度但可见的，对于市场这显然是意想不到的，人们只需要盯着交易的显示屏就会马上

---

〔1〕 www. federalreserve. gov/monetarypolicy/files/FOMC19930518material. pdf, p. 3—4.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看到许多新建的短期头寸。”[1]这里可以看出操作的过程。金价干预在美国金融机构、财政部、美联储和日本中央银行中实行，在黄金干预方面许多迹象表明这样的一致步调（尽管情况有所不同）。

美元对日元的坚挺也是黄金干预的一个重要背景原因，因为他们干预的目标之一就是支持美元。在1993年上半年美元对日元明显贬值，美元衰退此时很可能尚未终止，尤其是从再融资的角度看。关于这一点，公开市场委员会主席麦克多诺（McDonough）是这样说的：“请允许我做一下评论。在格雷琴（Gretchen）所描述和主席团所评述的干预开始前的一段时间，日本人绝对没有反驳市场上流传着的谣言；这提醒着美国，日本的人寿保险公司手中握有大量的美国长期国债，一旦他们将这些国债投入到市场中，美国所要支付的代价是相当巨大的。”[2]美国国债如果被低价抛售就会成为一个严重的问题，而日元的支持可以防止出现这样的情况。当时到处都有人通过日本的养老基金抛售外国债券，以期降低因为这些国家货币贬值而带来的损失，这一行为也同时导致了这些国家的货币进一步贬值（遭遇这种情况的不只是美元）。在具体情况中，日本人可能会对美国稍有瞒骗，促使美国人在黄金干预上投入更多。由于要为自己的负债和赤字融资，原则上美国人不愿让美元大幅贬值。

总体而言，这就是在黄金干预开始的时候明显的货币背景状况，在干预中扮演着重要的角色——日元处于升值阶段，而美国和日本希望能够遏制这一情况继续发展。这让我们不得不回忆起20世纪70年代，时任美联储主席的沃尔克同样希望实施联合干预，压制日元升值。如今日元再次出现上升势头，美联储重新考虑压低金价，并已付诸行动。

总之，神奇的是，一般推测在数年后才会对外展示的黄金干预作用效果，几乎都已经由一位中央银行行长的话证实了。总体上中央银行家们说

---

〔1〕 19930518meeting. pdf, p. 4. “在与财政部的讨论中，我们认为那一天开创了贯通两者的通道。对日元汇率干预是适度但可见的，对于市场这显然是意想不到的，人们只需要盯着交易的显示屏就会马上看到许多新建的短期头寸”。

〔2〕 19930518meeting. pdf, p. 6.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的根本内容是:通货膨胀、美元以及压低价格的意图。所有来自中央银行的银行家们几乎已经从各个角度发表了自己的看法,当然关于谁、什么时候、在哪里和用什么方法,多大规模地进行干预还缺少不少细节,然而整体的图景已经差不多完整了。

排在日元强势崛起之后,通货膨胀是迫使系统性黄金干预实施的第二大原因(甚至是更重要的原因),所以我们要更深入地了解当时与此相关的情况。为什么美国会开始采取干预黄金升值的手段来对抗美元的通货膨胀?为什么没有简单地采用最常见的提高利率的方法呢?原因其实很简单,当时辉煌的数据光环导致了通货膨胀的反常——对通货膨胀的期望推动了通货膨胀的实际产生。通货膨胀率畸高的同时,经济却显现出疲软的征兆。美联储担心 20 世纪 70 年代高通货膨胀、低经济增长的场景(滞胀)会再次出现,而一些言论则具有代表性地阐明了在准备阶段进行的一系列思考。

在开始系统黄金干预前召开的两次美联储会议上,格林斯潘谈道:“现在对于我们来说是一个非常关键的时期。我认为我们可以排除正常的货币和信用现象推动通货膨胀的可能。”[1]格林斯潘强调了当时美元所处的困境,他排除了高通货膨胀是由于货币及信贷造成的这一可能。美联储理事鲍勃·麦蒂尔(Bob McTeer)指出了问题:“我无法理解最近美国经济的这种分裂,似乎实体经济在下滑而通货膨胀却在上升,对我来说这实在难以理解。”[2]麦蒂尔道出了困境的症结所在——实体经济不振而通货膨胀却在上升。美联储理事林德赛对通货膨胀的原因是这样总结的:“在我看来,我们现在会面对如此高的通货膨胀率,正是由主席先生您当初提出的预期所导致的。”[3]当其他原因被排除后,对通货膨胀的预期被当作通货膨胀的原因提出。美联储理事姆林斯用数据对比进行了有力的论证:“我担心通货膨胀是源于大家对它的预期。我们现在的通货膨胀率是 4%,我现在看到了

[1] 19930518meeting. pdf, p. 8.
[2] 19930518meeting. pdf, p. 21.
[3] 19930518meeting. pdf, p. 25.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伴随着4%通货膨胀的一些问题。首先,美国联邦基金3%的利率是否适应现在的市场环境?上一次美国联邦基金利率处在3%还是1963年的时候,而当时的通货膨胀环境与现在不同。环视当今世界,我们可以注意到,只有日本的短期利率是3%。但我们现在的通货膨胀环境不同于日本,他们的通货膨胀率在数量级上比我们低了2个百分点。我想提醒大家,20世纪70年代实际的短期负利率导致的结果是令人不快的。通货膨胀被认为正在逐渐恶化,我认为资本市场收益率将会持续走高。展望下一阶段,没有有力的证据表明通货膨胀形势将会有任何转变,我们所处的通货膨胀环境与我们所想象的完全不同。”[1]通货膨胀维持在4%的比率,基准利率却只有3%,对比历史和其他国家的情况,这个数字实在太低了,甚至已经低于通货膨胀率(实际利率是负数)。正如20世纪70年代时一样,通货膨胀在上升,经济发展却并不理想,1993年经济发展也同样停滞(利率上升将会进一步威胁经济)。通货膨胀率之高同样也让美联储感到意外。此外,对通货膨胀的高预期也负面影响了借贷市场——投资者要求的是高收益率。美联储理事安杰尔再一次在经济博弈中加入了黄金并说到了这样做的意义:“我们从金价的走向可以清楚地看出人们在下注。美国在20世纪60年代末及70年代推行通货膨胀政策的代价是不可想象的,这些当时是由全世界埋单的。我们仍在为此付出代价,因为其他很多国家的中央银行对我们没有信心,他们必须像孤单英雄一样拍着胸脯……”[2]人们购入黄金,因为他们要避免自己的财产贬值。安杰尔暗示了美国在20世纪70年代的通货膨胀政策,这正是世界经济萧条的原因,因此至今其他国家的中央银行对于美国人依然怀恨在心。

我们现在对于通货膨胀的形势已经有了一个清晰的认识,这在短期内驱使美联储做出了开始系统性黄金干预的决定。通货膨胀率高得令人惊讶,但常规的解释却被排除在外,美联储会议的与会者一致认为,是对通货

〔1〕 19930518meeting. pdf, p. 35－36.
〔2〕 19930707meeting. pdf, p. 71.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

膨胀的预期激发了通货膨胀。与此同时,经济走势也让人沮丧。尽管基准利率对准了当时疲软的经济,但低于当时的通货膨胀率,要想对抗通货膨胀却低得力不从心,与世界其他国家和历史水平相比,这样的基准利率也确实太低了。20 世纪 70 年代通货膨胀的景象眼看着就要卷土重来。

实际上美国人应该调高基准利率,但这样做的结果是触发经济衰退。只有安杰尔,这位最近留任的美联储理事,习惯性地提出了异议。他主张以调高基准利率的强硬方式来保持美元币值,其他人则都同意保持低利率。现在又必须要考虑到通货膨胀的问题了,通过影响对通货膨胀的预期,也许能够间接对抗由此产生的高通货膨胀。作为"温度计"的黄金，价格上升指示了美元的贬值,所以人们会产生阻止金价进一步上涨的想法。

黄金干预看来是解决当时通货膨胀和经济增长分裂态势的关键:如何能够在不提高基准利率的情况下,既解决了通货膨胀问题,又不用提高基准利率,从而不危害经济呢?方法就是压低黄金价格,发出美元币值稳定的信号。然而这个方法带来的副作用却被忽略了——基准利率仍然太低。这样的利率让贷款数额上涨,从而加速了金融市场上泡沫的形成。

这里还必须要提到当时的政治背景。1993 年民主党人克林顿被选举为新任美国总统,他承诺要整顿国家财政,而此前数年在共和党政府的管理下,财政赤字居高不下。格林斯潘为新的克林顿政府花了大力气来降低财政赤字。具体来说,克林顿希望能实行一个计划,将财政赤字降低数千亿美元。对各联邦州而言,要将自己的支出控制在一定范围内是十分困难的,这个计划成败难定。尽管共和党成员出于政治原因反对这个计划,但是同样作为共和党员的格林斯潘,出于经济原因支持该计划。

消除财政赤字不仅对政府的负债状况来说有着长期的正面作用,同时它也会对通货膨胀预期这一美联储内部激烈讨论的议题产生正面影响,因为政府会减少推高价格的贷款。此外如果政府降低资金需求,长期利率也会随之下降,相应的,经济状况和生活水平也会得到改善。现在危险的是,民主党人可能也会改变他们的想法。提高利率压制了经济增长,很可能会带来失败的后果。经济不振意味着政府的税收收入降低,而同时又要为经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济刺激计划付出更多，格林斯潘实在不希望用调高利率的方式发出一个错误的信号。数千亿美元的财政赤字消除计划当时已成定局，即《统一综合预算调整法案》(Omnibus Budget Reconciliation Act)，在 1993 年 8 月 5 日(真是令人意外！)众议院以 218 票对 216 票的微弱差距，隔天参议院以类似的 51 票对 50 票的结果通过了这项计划。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黄金降价的阶段

迄今为止,我们把系统的黄金干预分为三个阶段:(1)1993 年年中开始的抑制阶段;(2)1996 年年末开始的降价阶段;(3)2001 年中期开始的回升阶段。另外,还出现了新一轮黄金干预的征兆,从 2008 年开始形成了一个新的阶段。持续近三年的第一个阶段始于 1993 年 8 月 5 日,在该阶段,金价不能超出 400 美元/盎司。美国联邦储备委员会的会议记录中可以发现控制通货膨胀预期的主题(之后人们就不再讨论这个话题,似乎人们做出这个决定是由于五年之后才发表会议记录)。另外,黄金干预将金价控制在一定的价位以下,以满足控制金价的目标。

随着进入第二个阶段(1996 年底至 2001 年),这个避免涨价的单纯目标也就发生了变化。在这个阶段,金价最低被降到了 250 美元/盎司。在金融机构之间约定的金价是 300 美元/盎司(上限)和 290 美元/盎司(纽约商品期货交易所的年终行情;关于这两个极限之后还会提到)。虽然在金价下降时与金价在边界附近变动时相比,黄金干预的货币政策发挥着更大的作用,但是边界附近变动就以足够降低通货膨胀率和增加美元价值。由于通货膨胀已经减弱,黄金干预本可以在第一阶段就停止了。然而恰恰相反的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

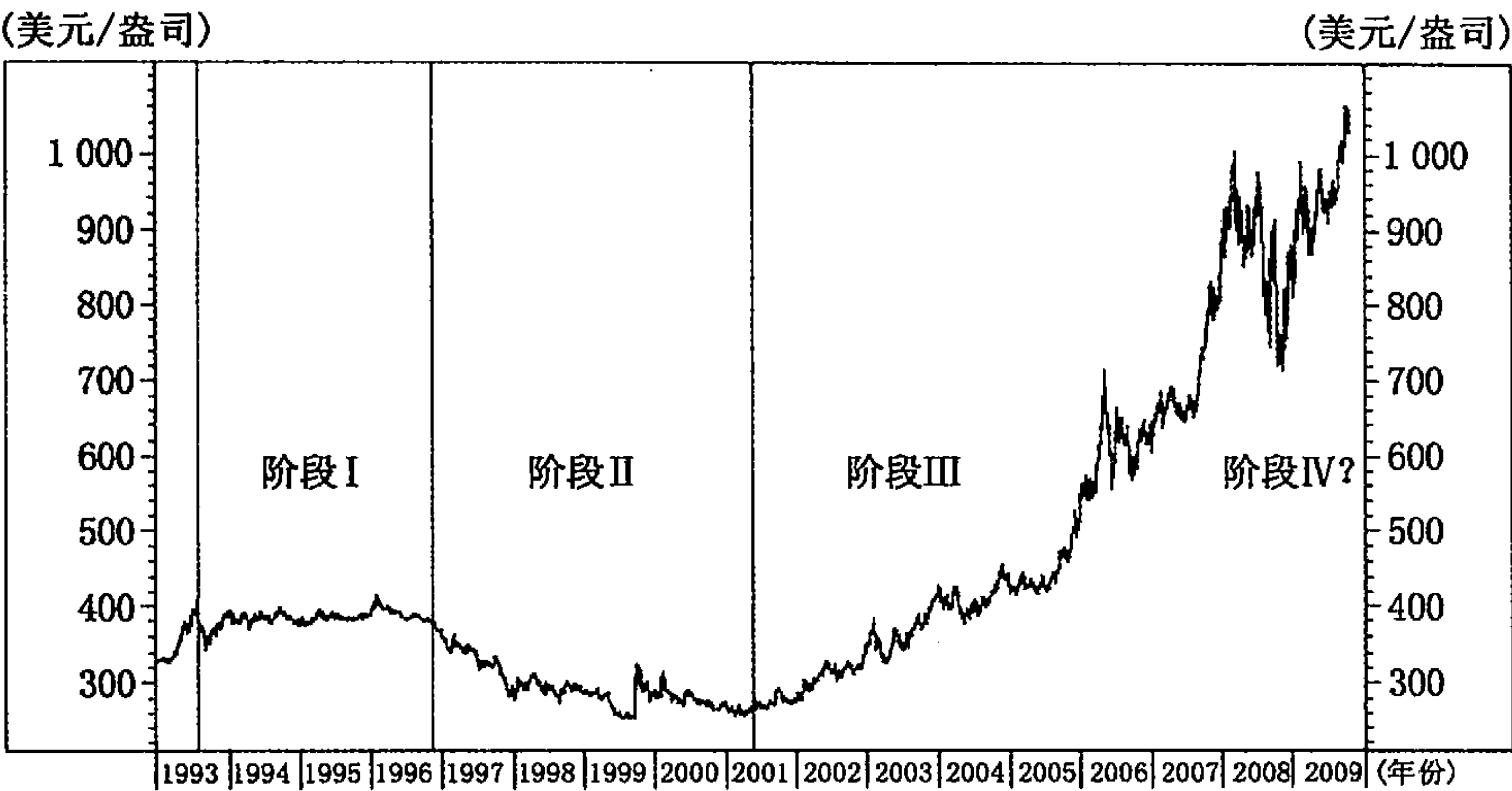


图 49　黄金降价的阶段

是,人们在第二阶段增强了黄金干预。这是为什么呢?

我们也许能在中央银行和商业银行之间的相互作用中找到原因。对于国际储金银行来说,套息交易是一种有盈利的生意。国际储金银行能很容易地扩大这种交易,金价下降直接关系到他们的利益。原因是他们有黄金负债,而金价下降可以增加他们的盈利。国际储金银行一直努力说服中央银行卖出黄金,这是因为,若不这样做,他们将不能平仓——只要国际储金银行曾经这样考虑过。

中央银行一旦尝试与商业银行的合作,就会坚持这种合作关系。由于中央银行已经委托给商业银行许多任务,所以中央银行就可能陷于一种“囚徒困境”。中央银行也许并不清楚,在不利的情况下扩大黄金借贷和降低金价意味着什么,或许一些中央银行家或一些政治家会发展一些罪恶行为,控制金钱、贷款和经济的持续增长,压制金价成为这些重要的基础。

私人利益成为重要的主题,而中央银行货币政策的主题虽然有一定的影响,但是它不再成为推动力量。一些中央银行,例如瑞士国家银行和英格兰银行,似乎违背他们的最初意愿,被迫出售黄金,这也说明了这一点。其中使用的部分强制手段尤其成问题,举个例子,当时迫使出售黄金的政治家一举成名,而当时黄金出售的压力来源却是不为人所知的。令人难以想象

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的是，这种压力是源自于其他的中央银行，例如美国联邦储备委员会。或许能解释部分甚至全部压力的说法是，这是各种利益相互交织的产物——尤其是套息交易、以金钱为核心的时代精神、投机取巧的商人以及货币政策的罪恶。无论如何，需要对第二阶段给出完整的解释。压力实在是让人难以适应；利润是不合法的；黄金干预的规模过大，持续时间过长；从货币政策角度来看，金价下降显得多余，甚至显得有点冒险。许多人由于出售黄金而在此期间失去了几百亿美元，尤其是那些最终出售黄金最多的欧洲人。

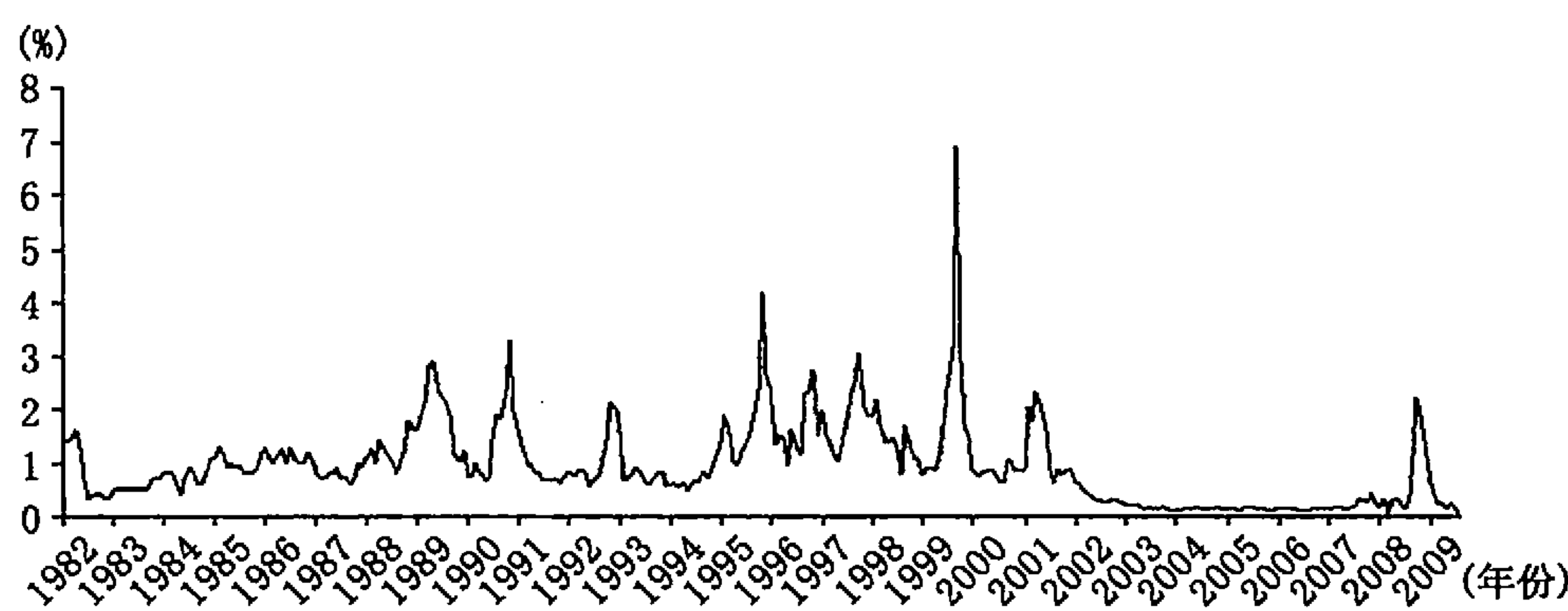
从 2001 年开始，黄金干预进入到第三个阶段，而这个阶段是停止黄金干预的第一个阶段。在第三阶段，中央银行开始收回黄金借贷和套息交易中贷出的黄金。除此之外，中央银行投入到市场黄金净额为零，这是因为当时中央银行出售的黄金与收回借贷的黄金数基本相等。由于之前持续多年有黄金从中央银行的库存流入市场，而现在没有了中央银行的持续供给，从基本面看，金价上涨了。而这个阶段切实的目标仍然是，避免金价过快上涨。由于人们不想再失去更多的金钱，所以允许了金价的上涨。金价上涨并不意味着黄金干预不会再出现，而意味着，人们对黄金干预踩了“刹车”，并使其“有秩序地撤退”。

对套息交易者来说，金价的上涨导致了剩余黄金借贷仓位的损失。此外，人们持续不断地从黄金借贷利率之间的利息差额中获得收入。另外，黄金干预将通过期货进行，甚至会加强。通过一些冲击性的交易，以满足短期和相对较低水平的头寸要求，尽可能地产生了未知规模的盈利。这个阶段的黄金借贷利率是值得一提的，黄金借贷利率在过去的两个十年中平均达到 1%，然而自 2001 年它在储金银行中已跌到将近 0(见图 50)。

这里产生的一个问题是，为何中央银行以这种利率出借黄金呢？这个问题的解释是可想而知的——中央银行想要使现有的套息交易者的盈利最大化，以弥补他们因为金价上涨所带来的损失。较低利率的其他原因不是那么明显，例如，以利息收入的方式获得收益以及从库存成本中节省下来的钱对中央银行来说已经足够了(由于低利率这是合理的，但它是几乎不能让人理解的)，再例如，中央银行是出于对储金银行的友情帮助，而将利率压得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这么低(一般情况下,中央银行不是这么腐败的)。中央银行的保险库不足等切实的原因本可以不予考虑的,因为纽约的美国联邦储备委员会和英格兰银行等其他银行花较少的钱用于保险库的使用(商场上普遍的仓储成本主要用于较贵的个人保管,每年所占比例 0.3%,对于中央银行来说,比例应该相对更低一些),这明显比借给私营银行更加安全。中央银行不能一下子收回所有黄金的这个状况,至少不能解释利率较低这个问题,这是因为中央银行可以自己要求一个更高的黄金借贷利率。



来源:瑞士联合银行(UBS)、伦敦黄金市场联盟。

图 50　黄金借贷利率(3 个月)

自 2008 年金融危机以来,黄金干预开始过渡到第四个阶段。在发生金融市场危机时,我们需要减少人们的恐惧感,建立人们对金融市场的信心。降低通货膨胀预期在通货紧缩的环境中完全不起作用。此外,冲击性的金价干预发生得更为频繁。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冲击和恐吓

冲击是黄金干预重要的有计划的组成部分。并不是每个黄金干预活动都是具有冲击性的，例如，许多其他的限制日间走势中上升行情的干预。但突变、快速的价格下降是黄金干预实践的显著特征之一。而黄金干预方法的意义是，吓退购买者和潜在购买者，购买者和潜在购买者应该远离黄金市场。现在我们举例说明，这种冲击性的干预活动真正起的作用。

我们从图 51 中可以看到，三天中金价的走向，其中在 2009 年 7 月 28 日和 2009 年 7 月 29 日出现了金价突然下降的情形。第一天，黄金达到了 955 美元/盎司，而金价顺利地上升到1 000美元/盎司，就显得只是时间问题了，1 000美元是市场必须要受到保护的标志。在不到 24 小时的时间里，金价就突然近乎自由落体式暴跌了 30 美元，我们可以在图 51 中清晰地看到竖直向下的线。

我们举一个这次干预的例子来说明，一个冲击性的下跌是如何影响投资决策的。在北美享有盛名的交易所行情专栏作家丹尼斯·加特曼(Dennis Gartman)就在金价急剧下滑的前几天建议人们马上购买黄金。由于金价下滑，他马上建议人们再把黄金抛售掉。同时，丹尼斯·加特曼感到有责

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来源：德国商业银行网上银行(Comdirect)。

图 51　黄金三天(2009 年 7 月 27 日～2009 年 7 月 29 日)走势

任在他的交易所行情专栏文章中进行陈述，“……我们扪心自问……我们的黄金买卖是不是比过去的几个礼拜和过去的几个月都糟糕呢……现在正是我们可以肯定这一点的时候了，我们对黄金不再交好运了……从现在开始，我们会把黄金转让给那些比我们聪明的人”。[1] 加特曼的反应正是干预目的所在：他屈服了。当然像加特曼一样的职业投资者不会真的最终离开这个市场，但他会先离开一段时间，之后他就可能会更加小心了。

其他人也完全被吓退了。如果每 100 个投资者中，平均有 20 个投资者在这段时间里被吓退，并且远离了市场，那就足够了。在这种情况下，市场上对黄金的需求减少，从而对金价持续产生影响。黄金的一个特点是，期货市场的干预能够持续发挥作用。因此，我们应该将期货市场的干预视为除

[1] “商品价格下降，美元升值，我们在想：我们的黄金买卖是不是比过去的几个星期和过去的几个月都糟糕呢？与 2～5 年前的天才黄金交易者相比，我们变得滑稽和笨拙，我们买入，却发现市场自那以后仅小幅上升，我们卖出，却又发现市场开始上扬。现在正是我们可以肯定这一点的时候了，我们对黄金不再交好运了。从现在开始，我们会把黄金转让给那些比我们聪明的人”。Gartman，Dennis，TheGartmanLetter，2009 年 7 月 29 日，2—3 页原文，www.TheGartmanLetter.co；摘录见 www.gata.org/node/7637。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了(通过销售和借贷的)实物供应外,干预是真正的重心。根据这个重要的事实,干预成功所需进入市场的黄金要少于(原则上正确的)黄金干预理论典型的拥护者所假设的量。

2009 年 7 月 28 日具有冲击性的黄金干预开始于纽约时间将近9:30。有趣的是,它就发生在[美国商品期货交易委员会(CFTC)]主席的发言不久后。至 2008 年在商品市场出现牛市时,期货市场的黄金好像都集中在了较少的投资者身上,他们进行的是新的还未受到现有法律约束的金融产品("指数投资")。在黄金越来越集中在购买方时,监督机构的主席颁布了一条新法规,来防止这种可预见的畸形发展。这本应该对金价是有积极意义的(因为黄金和其他商品的情况相反,它主要集中在要建仓的销售方)。避免市场的预期反应可能是产生黄金干预的另一个原因。

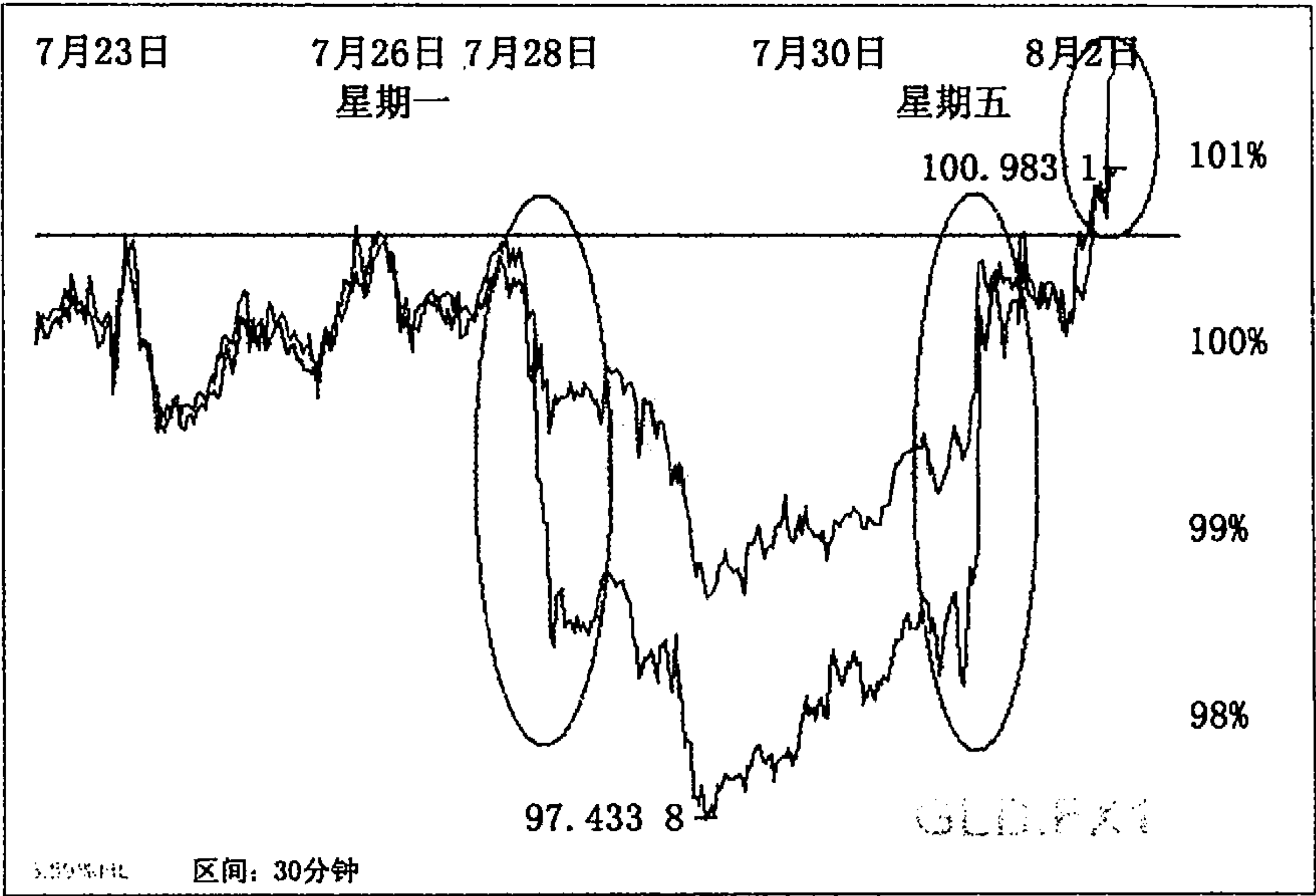
2009 年 7 月底的黄金干预在其他的方面更有意思。在金价下降的同时,美元升值了。看来人们为了支持美元,对外汇市场进行了干预。所有这些干预的背后,想必是在这周内的较高的资本需求。创纪录的金额超过 1 000亿美元的美国国债券将被拍卖,这个庞大的数字的背后,是 2008 年金融市场危机之后一系列巨大的拯救计划和救济措施。

实际发生的是,拍卖进展得很不顺利或者本应该呈现出一个更高的利润率。刚开始,拍卖进行得比较缓慢,而结束时,从拍卖中获得的钱比一般国外的中央银行购买时所支出的钱还少(即使最终一切进展得很顺利,并且缓和了债券市场的紧张局势)。中央银行和其他可能的买家出于担忧或者被通知而保持观望的态度。这段时间美元的下跌,使得感兴趣的人不敢冒着金钱损失的风险去买入。这就基本解释了,在拍卖的这一星期中存在于黄金和外汇中的密集干预。

下面我们将对其内在联系进行进一步的阐释。图 52 中,欧元兑美元的汇率变化与黄金价格走势出现重叠(两者波动百分比相吻合),其起止时间段包含第一周的最后两个工作日、第二周全部工作日以及第三周周一,共 8 天。我们清楚地看到,在最初的三天半中,两条曲线几乎平行波动,这也正是欧元与黄金两者关系的常态(金价的波动方式使其看似更像是一种货币,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而非一种商品)。此时前文所述的黄金干预开始发挥作用,其影响力首先迅速表现在黄金上,紧接着便是与之相关的欧元。这种看似自发的回落并非是由于黄金在负债中的比重过大,而是由于对贵重金属采取了特殊的干预措施(而外汇市场则由于过于庞大,使得中央银行无法像对待黄金那样,对其采取相同的干预行为)。一旦将金价与欧元进行比较,其变化的突然性就更加显著无疑(我们以左侧的椭圆将其标示出)。



来源:德国商业银行网上银行(Comdirect)。

图 52　2009 年 7 月 23 日至 8 月 2 日的黄金与欧元走势

然而,黄金干预的成效只是短时的,根据星期五的《纽约时报》,金价已急速飙升。这也许是由于购买压力过高。而更进一步的黄金干预也由此将要实施,此外人们再也找不到其他显而易见的理由来解释金价的突然抬升;而这一观点也在数小时前就被那些重要的经济新闻媒体传播得家喻户晓。从竞价投标的结果看来,一定要让黄金看起来非常没有吸引力才能得到更好的竞标结果。竞标之后,黄金价格再次走高到 955 美元的干预标示点。同时欧元牌价也相应上升,但因其之前较少被压制,因而上升幅度略低于金价。于是,在调控导致的黄金与欧元牌价大幅跳水之后不久,两者又再一次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高出了调控初始时的行情。到了星期五，金价完成其震荡走高的进程并突然跃升至最初调控时的行情，而这一次，变化的动力源于市场(以右侧的大椭圆将其标示出)。

我们可以看出，价格上升也可以是冲击性的。在这一案例中，正是此前的调控活动导致了这一现象的发生。虽然行情突然走低是黄金调控所引发的强烈反应之一，但这一结论并不能反推，即调控的存在并不意味着价格不会急速上升。我们把这种价格的突变视作宏观干预的证据用来进行一些数据分析是有意义的，它也不只是可以帮助我们比较震荡上扬与震荡下跌间的比例关系，而更可以用来比较不同时间段内的行情。种种迹象表明，早在1993 年 8 月 5 日之前就已有一些突然性的干预措施被加以实施，因而根据这些价格突变的现象，我们还能将这一现代化、系统化黄金干预之前的时段与这之后的时段加以比较。

当然，此处我们还需要对数量级有基本的概念，并要调查到这一年内发生价格突变现象的总次数。为此，我们可以使用纽约商品期货交易所(Comex)的数据库 1984 年后的每一天中期货市场上每一分钟内的行情状况。根据预期，自从黄金干预开始后，冲击性下跌的情况就多于冲击性上升的情况。从 1993 年 8 月 5 日起至 2009 年 3 月 31 日止的这段时间内，有 159 天中的黄金市价在 10 分钟之内就下跌 1%，而上升 1%的情况只占 107 天，其中还包括从 2001 起开始的长期牛市状况。[1] 金市每次受到冲击的规模、形式和延续时间都是各不相同的，并且根据不同数学表达式我们所得的结论也有所不同(与强度、时长、所设的前提条件以及趋势确认或一些相关值有关)。

在 1993 年 8 月 5 日之前，价格下降带来的冲击还在市场中扮演了主要角色，部分原因是受到干预行为的影响。然而值得注意的是，金价急剧下跌只是诸多干预手段之一，其他手段还包括抑制上涨的行情、通过黄金抛售和

---

[1] 以纽约商品期货交易所(Comex)每下一个交易月的日内数据的收盘价为基础，统一的时间区间为 8:20～13:30。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黄金借贷供给更多实物黄金(在 2001 年前尤其普遍)。无论交易所还是黄金干预都是由人构建的,因此我们无法像研究物理过程一样找到统计样本。相反,一切都是出于随机的不断变化进程之中,只有从宏观角度对其进行整体把握才有意义。当然,其相应的研究方法也是各不相同的。

此外,从图 52 中我们还能找到其他一些类似的抑制价格继续上涨的情形。例如,在 7 月 31 日星期五,黄金和欧元都在被低价抛售之后又在较高点被买入了。如图 52 中横线所标记的那样,当时的市价为黄金 957 美元/盎司,1 欧元兑 1.43 美元。通过这一情形我们可以很好地看到价格压制,尽管较高的干预水平并没有保持到之后的星期一。当欧元和黄金的价格暴涨时,黄金的价格比欧元更早地被控制住,由于过于庞大的外汇市场,欧元一直上升至 1.44 后才停止上涨。在这种差异下,我们能更好地理解金价是如何在其上升过程中被(较早地) 压制的(以右侧的小椭圆将其标示出)。

很明显,无论是相对于其他外汇(如欧元)还是相对于黄金,美元市场都无疑较弱。原因既包括资产负债表经常项目赤字、为救市与刺激市场埋单,同时也是由于受到各种货币政策的影响。中央银行的行为相反,它虽然不是万能的,但对于货币经济、信贷经济和实体经济来说,却有着举足轻重的影响力。除了调节利率这种较为传统的手段,中央银行的影响力还发挥在许多其他方面,例如,干预外汇市场和黄金市场、调节外汇储备(在中国,外汇储备的数量极为惊人,甚至早已超出了这一概念的原有范畴)和黄金储备、回收垃圾债券记入自有账户(以防止通货紧缩引发的经济崩溃),以及其他大大小小的调控措施。中央银行正是通过这些干预方式对黄金市场和外汇市场施加影响的。

金价冲击性下降的情况正是黄金干预的典型表现,下面我们就对它进行更进一步的数据分析。为此,我们需要关注在期货市场上每年中金价受到冲击的情况出现的数量。我们选取那些较为极端的情况, 但不需要像 1993 年 8 月 5 日那样极端(因为此类情况的比例实在太少),我们更多地观察那些在 20 分钟内降幅达 2%的情况。图 53 就根据年份表绘制出现这种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冲击性下降的天数。[1]

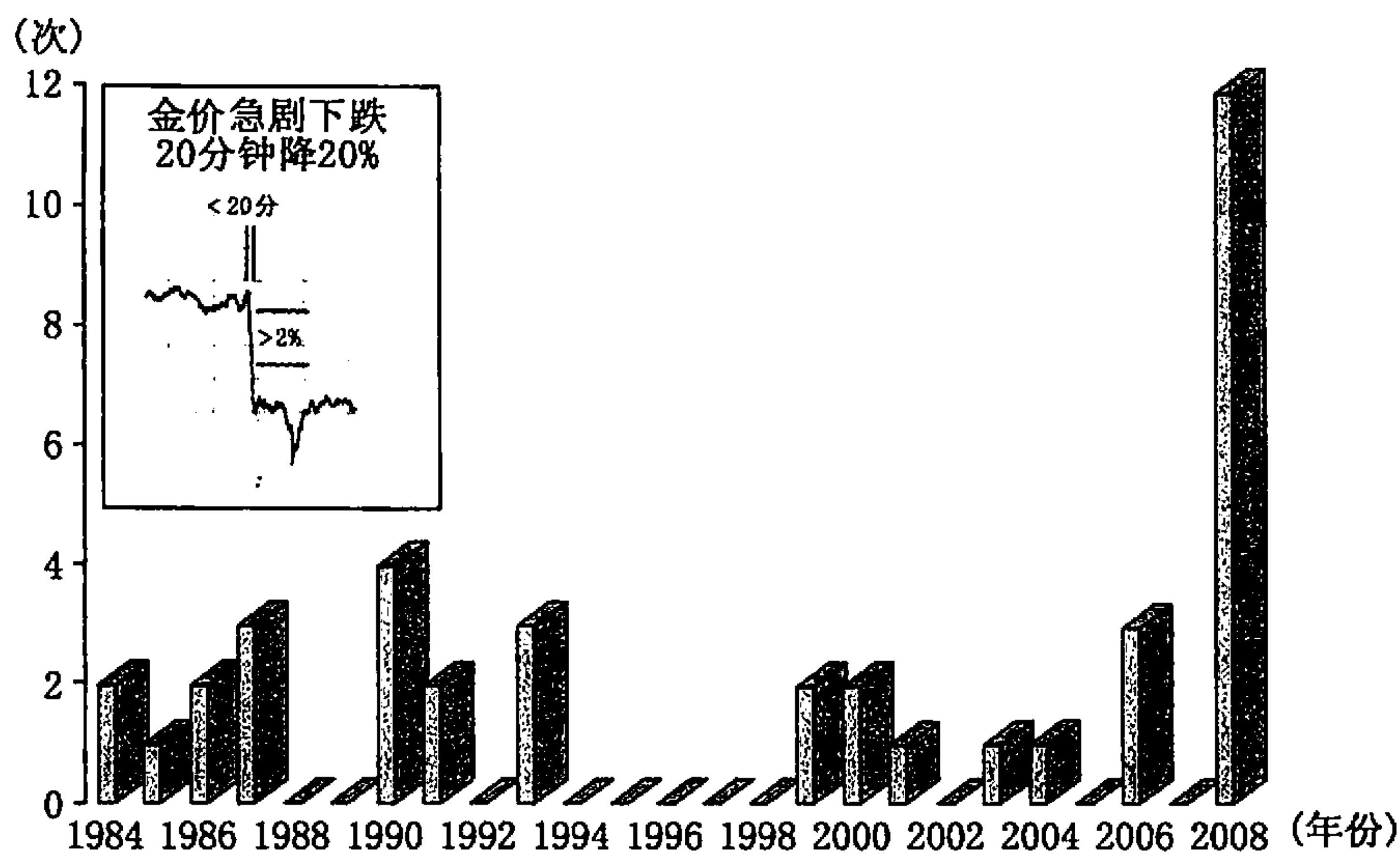


图 53　每年金价冲击性下降天数

例如，从 53 图中我们不难发现，1994～1998 年间无需采取过于强硬的干预政策(这段时间中央银行仅需通过出售与借贷就已足够掌握黄金市场)。然而到了 2008 年金融市场危机时，前面提到的干预行为就屡见不鲜了。当时总共出现了 12 次金价冲击性下跌的情况，其中就有 11 次发生在受到金融风暴影响的下半年。事实上除了黄金干预，我们再无法找到更好的理由来解释这一现象了。2008 年的金价虽不是强势走高，但总体呈上涨趋势，因而金市疲软绝非是金价突然下跌的导火索。在有些年份中(如 1997 年)金价确实下降了，但在当时也并未引起金价如此冲击式的暴跌。总之，金价如此突发性的下跌绝不是市场上正常交易的结果，而是由于干预行为所致(倘有例外也正好是证明了规律的存在)。

金价冲击性下跌也并非是筹集流动资金的结果。金融危机期间，许多

[1] 以纽约商品期货交易所(Comex)下一个交易月份的日内数据的收盘价为基础，统一时间区间为 8:20～13:30。由于超过 150 万个数据，所以只能在容忍一定错误限度内研究这些价格。一个主观臆想的震动是由一个错误的数值引起的，它是孤立的，并且不能通过以分钟计的时点数据库来证实。可能会发生由于间隔导致正式的冲击被忽视，但间隔时间不会延至很长(1～3 分钟)，以致被标示的可能性很低。与日历年相关的间隔划分对于结果来说影响并不明显。数据提供者使用了任一领域都不普遍采用的方法——补充数据，例如将空缺处用以前的数值填补。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资，包括黄金（尽管较少，因为黄金本身就是一种高稳定、低风险的投资货币）都在寻求流动性。但这一行为引发的金价下跌也不会是冲击性的。在这种情况下，投资者因为急需流动资金，往往会大量持续地抛售黄金。最终市场参与者们无法协调，而大家一起卖出黄金（为了自身利益）。

图 54 就反映了黄金持有者持续大量抛售黄金时的情形。在 2008 年 10 月 10 日这天，金价降到了大量的抛售黄金过程中的第一个低点。显然这只是 6 天中的一天，在这将近 6 天的时间里，流动性成为人们眼中比稳定性更重要的因素，而流动资金的筹集也成了导致金价下降的原因之一（但尽管如此，这些依旧处于干预的背景下，特别是前一天金价的上升通过干预而得到抑制）。

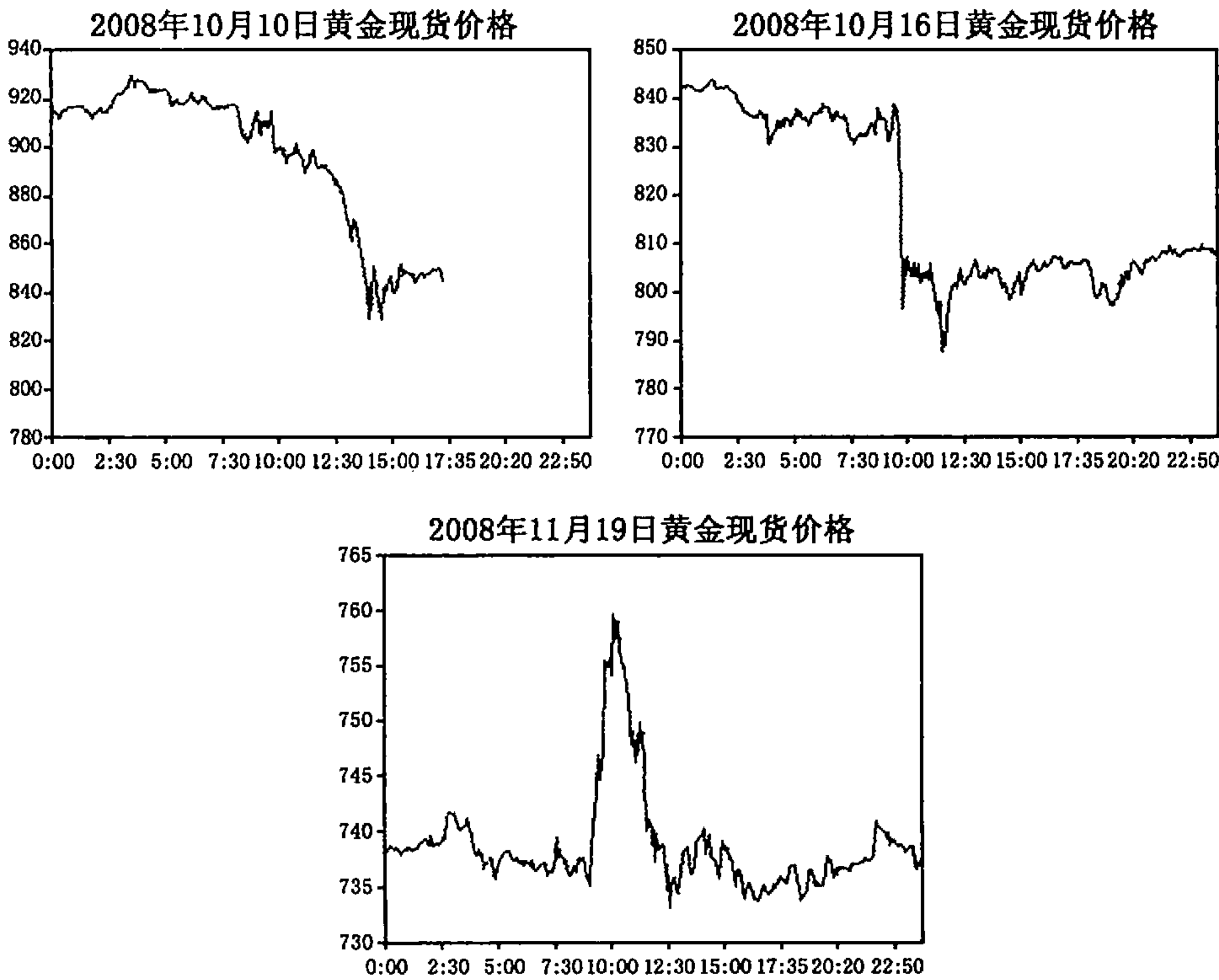


图 54 当日金价走势

与在其他市场上司空见惯的一样，此处的黄金市场行情也正在以一种普遍的方式持续并加速下降，但这并不是冲击性的变化。为了更清楚地说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明，不妨将其与10月16日当天的金价走势作比较，当天的金价正是由于受黄金干预的冲击而发生如此突然的下跌。而11月19日的黄金市价走势则进一步说明了在金融风暴席卷下黄金的真正走向。好像在这一天干预短时间内出现了问题，金价短暂的大幅上涨后又重新被控制住。

2008年金价市场几经冲击，都与黄金干预有着千丝万缕的联系。金价不应上涨，这样可以避免其传递危机的信号，这也有助于保持市场的稳定性。作为保值工具的黄金，本应在危机之中广受欢迎，价值飞升，孰料却事与愿违。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年金融市场危机

2008 年金融风暴期间最令人瞠目的是，金价不升反降了，但不管怎样，全面崩盘的阴云始终笼罩着整个金融市场。倘若阴云果真转化暴雨倾盆，其结果必将对实体经济造成重创。人们担心的不仅是无法从自动取款机里面取得现金，更害怕存款一夜化为乌有，汇款失灵，而我们精密编织起的经济大网被彻底撕成碎片。

我们的商业银行在根本上有别于其他公司。如果 10 家汽车制造商中有 1 家倒闭，其余 9 家就可以瓜分其留下的剩余市场。然而，倘若 10 家银行中有 1 家申请破产，其余 9 家也会很快受到破产的威胁。因为它们相互之间有债权关系，某个银行的破产会引起连锁反应。当然，政府此时可以介入市场来避免悲剧发生，就像在 2008 年那样。不过，救市的主要目的并不是为了维持环环相扣的银行体系，或是让股东继续分到红利，而是确保这些信贷机构有能力维持一定的存款数额并兑现付款承诺，以避免破产及其所引发的连锁反应。

当然，这种救助方式也存在缺陷。例如，国家很可能会因此负债更多。正是出于一种对危机准备不足却又担心救市弊端的心态，美国和德国在制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定救市政策时举棋不定(它们也为此埋下了人为祸根)。2008 年 9 月中旬，美国投资银行雷曼兄弟宣布已无力偿付其高额的负债。9 月末，德国第二大房地产贷款银行海波房地产(Hypo Real Estate)已处于破产边缘，并由此在市场上引发了一系列连锁反应。多年来，全球经济体系从未像 2008 年那样受到直接崩溃的威胁。如果说过去人们只是在担心那些偶尔冒出的破产预言会成真，如今一切都已变为现实之中的危机。为了寻求安全感，人们几乎不计代价。被认为安全性较高的国债被大量购买，以至于它的利润值显著下降(见图 55)。一时间，安全胜于一切，利润则不值一提。

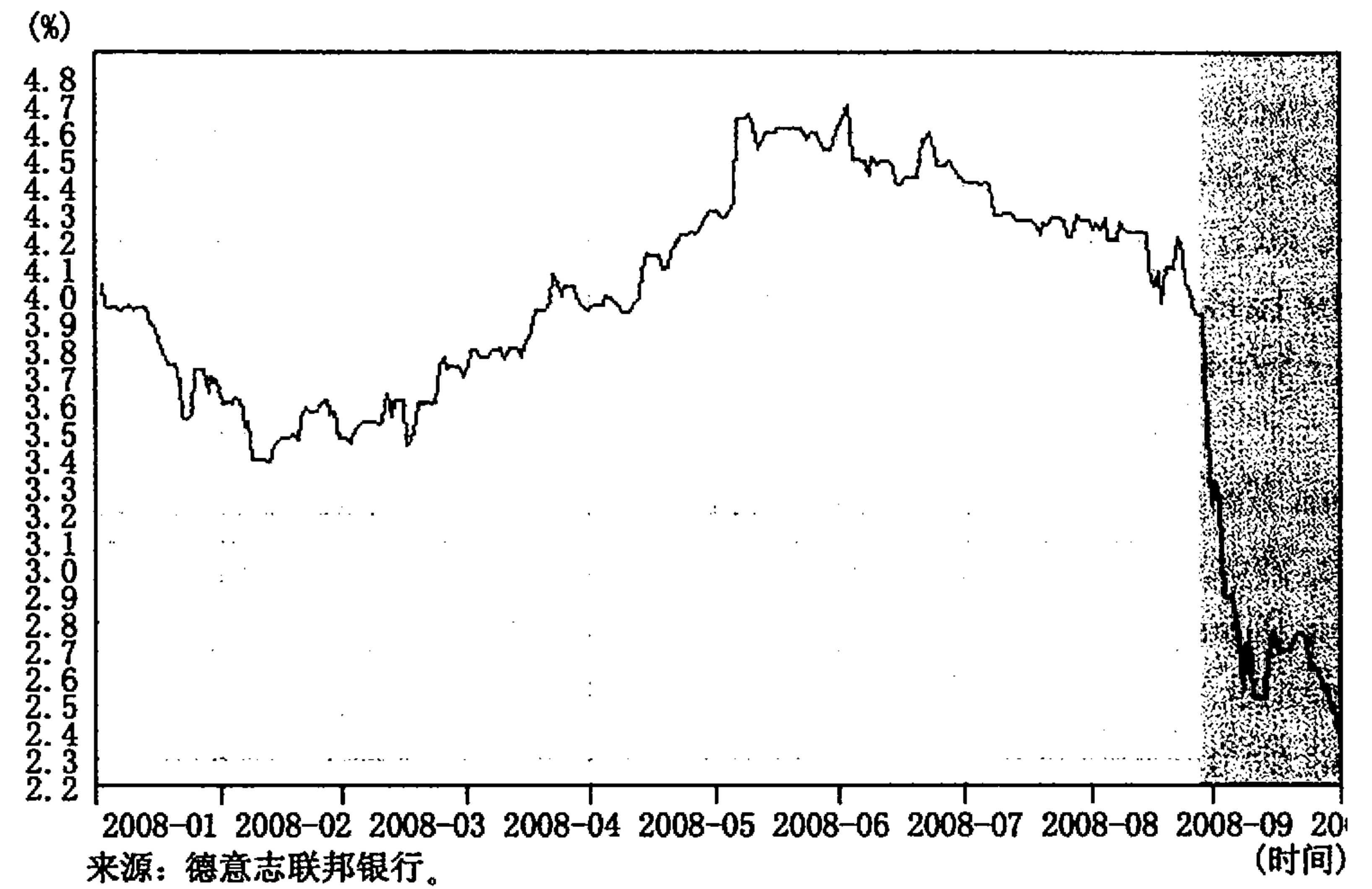


图 55　利息结构走势(联邦有价证券 1 年)

在金融市场濒临崩溃的情况下，对黄金的需求必然很大，因为黄金绝对比濒临破产的债务人更为安全。而几周以来，在全球范围内都很难或者说只能购买到很少量的金币：个体购买者在网络拍卖中支付了高额的附加费；货币商人为了能够购买到金币，也开始提供超额的附加费用。许多交易商由于金币的短缺及供不应求形势而不得不缩小金币销售的规模(见图 56)。

然而，金币需求仅是所有需求中的一部分，与此同时市场对金条的需求也正迅速增长。因此，贵金属交易巨头——贺利氏公司——得以出售数量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

westgold

preisliste

bestellungen

abwicklung

Stand: 15.10.2008 | 08:29 Uhr

Kategorie / Produkt	Infothek	Ankauf	Verkauf
Sonderaktionen			
Goldmünzen, jeweils 1 Unze			
Philharmoniker versch. Jahrgänge		636.00 EUR	n. erh.
Krügerrand, versch. Jahrgänge		639.00 EUR	n. erh.
Maple Leaf, versch. Jahrgänge		639.00 EUR	n. erh.
Maple Leaf, Jahrgang 2008 99999er Sonderprägung		654.00 EUR	n. erh.
Nugget/Känguruh, versch. Jahrgänge		639.00 EUR	692.00 EUR
Amerik. Buffalo		649.00 EUR	n. erh.
Panda		651.00 EUR	n. erh.

图 56 网上供货价格

为以往四倍之多的金条。[1] 事实上，贺利氏公司本可以出售更多的金条，然而较之金币更易支配的金条在此时遇到了供货短缺的情况。投资者购买并持有实体黄金，基金市场的情况与此相似，对黄金的需求迅猛增长。图 57 展示了全球最大的黄金投资基金会[交易型开放式指数基金（ETF）]中黄金库存量的变化。

毫无疑问，在金融危机下，资金会大量流向黄金，如果流向其他的东西会令人惊讶。这种情况下，若黄金的价格没有随之上涨，会更令人匪夷所思。事实上情况并非完全如此，投资市场对实体黄金的需求量在下半年至少增长了一倍，与此同时，首饰市场上没有出现相应的对黄金需求的回落，或是由于流动性需求而动用私人金库中黄金的现象。

金价之所以不上涨的原因应归结于强大的政府干预。从 2001 年起，好像有好几百吨的补充黄金通过借贷首次回归市场。尤其期货市场出现大量

[1] Handelsblatt vom 25. 10. 2008："Goldbarren gehen weg wie nichts"，www. handelsblatt. com/unternehmen/industrie/zwei-farben-gold；2068770.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

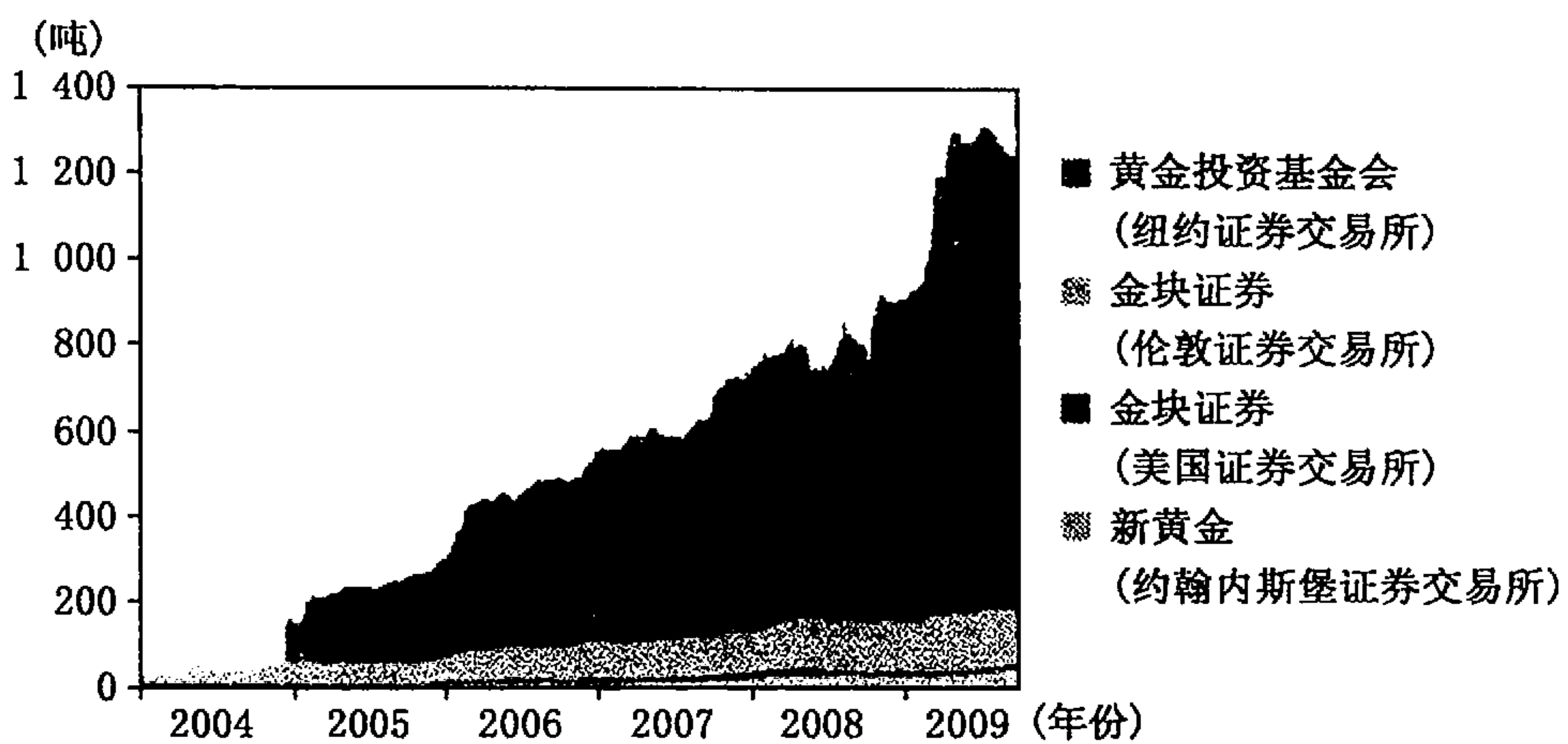


图 57 黄金投资基金会:库存量

的黄金抛售,金价频繁的冲击性下跌可以证明这一点。不难想象,进行这些交易所需的开支必然十分庞大。冲击及其他方式的降价应该会吓退一些购买者及潜在购买者。事实上,作为危机指向标的黄金不应在这场金融危机中发出任何不良信号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

强势美元的出台与德意志联邦银行黄金的匿迹

下面我们来探究两方面关于黄金干预的内容(或者说貌似相关)。在金融危机爆发的 2008 年,抵制金融危机毋庸置疑是进行黄金干预的主要动机。其余时期进行的黄金干预则主要是为了应对通货膨胀的压力及推行强势美元政策。支持美元行为值得进一步探究,20 世纪 90 年代中期开始,美国当局的一些政客,包括财政部部长及美国总统都开始频繁强调:美国政府将坚决推行 "强势美元政策",这是一种坚挺美元的政策。然而由于"强势美元政策"的内容从未得到过具体的阐释,因此人们大胆猜测,这可能只是政府对黄金进行的价格控制(黄金反垄断行动委员会如此认为)。我们希望能够了解到,"强势美元政策的实质就是通过黄金干预间接支持美元"的说法是否具有任何真实性。

那么"强势美元政策"到底是什么内容呢?为了能够清偿资产负债表经常项目和财政赤字,美国需要大量引进外资。若美元呈持续疲软之势,那么各国中央银行投资美国国债的意愿将被减弱,从而需要比当前更为优惠的条件来资助资产负债表经常项目和财政赤字。此外,由于当今世界的整个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货币体系是在以美元为基本储备货币的基础上建立起来的，美元的贬值将从总体上导致民众对货币失去信心。当然美国政府做出不同的决定，通过使美元贬值来壮大本国的出口业。然而“强势美元政策”已然给出了明确的意向声明：绝不会使美元贬值。美国对外坚决推行此经济政策，确保投资者不需要有任何关于贬值政策的顾虑，也因此使得各国对美国的投资更具有可预见性。然而这还远不是“强势美元政策”的全部内容。

“强势美元政策”的起源要追溯到1995年。当时的美国财政部部长鲁宾提出进行近每月一次的强势美元推广举措，而史上某政客首次提出关于“强势美元服务于美国利益”的一般性断论要追溯到更久以前。事实上，此论断是由当时美国的副国务卿拉瑞·萨默斯(Larry Summers)于1993年8月提出的[1]，同月，系统性的金价干预也正式开始。不管偶然与否，此论断与金价干预间必存在着某种联系，最终支持美元政策成为金价干预的动机。除上述论断外，萨默斯早在几个月前的4月就已经公开表明了(如刚刚阐释的)美联储干预外汇市场的意愿(这出现在美联储会议记录及其附件中)。黄金干预与“强势美元政策”的早期声明同时开始于不被公众看好的美元疲软时期，所有这些举措的目的之一就是支持美元。与此同时，外汇干预也正式展开，人们激烈地谈论起了美元。原先的政治活动家继续恪尽职守，扮演好自己的角色，萨默斯则被委以干预重任并开始发表公开演说。至此，黄金干预已成为“强势美元政策”实质内容的一部分，甚至可以说是其中最重要的环节。

“强势美元货币政策”的最后一项内容其实是对美元的“强硬说法”。在美联储会议上，与会人员细致地讨论了哪些言论会引起怎样的反响，包括对汇率的影响。财政部会议上的讨论情况应该也无异于此。最后是对强势美元政策的警示性强调，这也是公众认知度最高的一点，可见该政策还是引起

---

〔1〕 Delong, Bradford; Eichengreen, Barry: “Between Meltdown and Moral Hazard: The International Monetary auf Financial Policies of the Clinton Administration”, 2001 NEBR Working Paper 8443, 13, http://emlab.berkerly.edu/users/eichengr/research/clintonfinancialpolicies9.pdf.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了一定反响。总的来说,“强势美元政策”主要由以下三部分组成:意向声明,即无货币贬值可能;影响市场的强势演说以及对外汇市场和黄金市场的干预。“强势美元政策”不仅仅是一个名称或一种恐吓,恰恰相反,它具有确切的含义与一定的重要性。该政策与黄金干预关系尤为密切,而黄金干预只是整个政策中的一个环节并致力于达到更进一步的目标。

下面我们来探讨一个不仅德国人感兴趣的话题。早在几年前,黄金市场上就盛传一种说法:德意志联邦银行通过一个联合交易向美国借出多达1 700吨的黄金,占本国半数库存(有人甚至认为其实是全部的黄金储备)。这种论断是一些论点合并的产物,就单个而言,这些观点都显得过于单薄而不具有说服力(通常都是按个逐条排列,使得可信度递减,而非递增)。我们仔细探讨一下这个话题。

由此衍生出的一个次级观点就是,美国西部的一个黄金仓库将其多达1 700吨的黄金库存进行了分类重整——更确切地说是对其进行了托管。这意味着储备金库中的这些黄金是另一方(即德意志联邦银行)委托保管的。美国方面通过一项双边协议将1 700吨黄金租借给了德意志联邦银行,与此同时,德意志联邦银行也向美国借出了同等数量的黄金。所有这些举措的目的在于能够在市场上租借到流通性更强的德意志联邦银行黄金(即更畅销的金条)。

尽管这次黄金托管之举十分引人注目,但随之而来的黄金置换行为却由于其违反了一般的商业交易惯例而令人质疑。外汇交换协议中可能规定了黄金交易量必须在 50 吨或 100 吨以上(根据黄金出借协议中的相关规定,交易量不得少于一定的最小值),但也不至于超过美国某金库的所有黄金库存量。这实在是太离谱了,1 700吨(1994～1995 年)的交易量实在多得令人不可思议。

除此之外,美国与德意志联邦银行签署的相关合约也疑点重重。此合约因为 1995 年 1 月美联储会议的一次会谈记录而正式生效。该协议提到,一方面负责外汇干预的外汇平准基金有权进行黄金外汇交易;另一方面,该基金原本就与德意志联邦银行有一项外汇交易协定。因此,才会出现美联

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

储与德意志联邦银行进行为数1 700吨的黄金外汇交易。

这项交易的其中一个漏洞在于，存放托管同时进行，黄金互换交易在此前 3 个月或者 30 年已存在了。不仅如此，时间上的重合本身就令人质疑：所有 1 月美联储会议的出席人员对会议记录都一清二楚，然而他们却极力避免提及任何有关黄金干预的字眼（包括诸如他们对外汇平准基金交易所作的即兴评论一样）。谈论到有关交易的话题时，他们干脆只讨论外汇交易。其次，条约内容中明确表示了，美联储肯定与德意志联邦银行进行过一项外汇交易（由于援助墨西哥方面资助，面临流动性紧张的外汇平准基金是否还存在其他债务）。最后，为了能够强调美联储与联邦银行进行外汇交易的必要性，条约中甚至出现了如下陈述（下文直接摘自条约声明）：[若美联储想向德国出售美元，那么]具体内容其实就是外汇协约（就是一个互换额度）。[1] 因此，根本无需任何假设就可以肯定，德意志联邦银行的确向美国借出即与其交换了半数的库存黄金。

[1] 19950201meeting. pdf，125 页，“只有在一种情况下才有强制性，即他们和德意志联邦银行签订另一个掉期交易协议。如果他们想向德意志联邦银行出售美元，那么他们需要为此花费一些钱。但是在现在的委托条件下，没有什么是强制性的”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谁在干预

再次证实,在压制金价方面,德意志联邦银行不起很重要的作用。实际上这不令人非常吃惊,因为基于不理想的德国货币史,德意志联邦银行与这些方法可能没有太大的关系。尽管存在多样的货币灾难(高通货膨胀、通货紧缩和货币改革),但在德国仍存在着来自政治、媒体甚至德意志联邦银行的势力催促德意志联邦银行出售黄金,然而它们做不到。英国的情况不尽相同,它的货币发行银行也很保守,但其出售黄金。其背景是,该决定不是英格兰银行做出的,而是英国国库,也就是从政治角度做出的。

回答谁在干预这个问题时,要明白在机构之间以及某个机构内部并非所有人的意见都统一,另外人们的立场也可以改变。所以说下面这种情况是可能的:某中央银行 1993 年为黄金干预辩护,以期降低通货膨胀预期;但是在实物供给使得金价在第二阶段从 400 美元/盎司降到 250 美元/盎司之后,他又反对实物黄金供给的扩张。

系统干预金价的首创者肯定是美国。美联储主席格林斯潘在 1993 年 5 月考虑出售黄金,美联储委员会理事会理事安杰尔在 1993 年 7 月声称要维持金价。1993 年 8 月便开始了以 400 美元为基准的干预措施。但是可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

肯定的是，美联储并非作为干预机构采取行动。美国国库方面，时任副国务卿的拉瑞·萨默斯受托进行外汇干预，其能力受到格林斯潘的赞赏。作为学者的萨默斯在前几年研究了金价和实际利率之间的关系。[1] 结果可以预见，大致是金价非持续上升利大于弊。

以上人物归属的群体，可能做出了抑制金价进一步上涨的最初决定，在英国方面，戈登·布朗(Gordon Brown)引人注目，他采取出售黄金的举措，并提前公布这个消息，这压低了价格，扩大了英国纳税人的损失。这种可以避免的不得体做法都是表象，事实上是对黄金的诽谤。1993 年他还没有任职。不过 1993 年，英国官员在欧洲货币体系(EWS)瓦解后赞成黄金干预的态度可能就仅仅产生于几个月前。

有充足的理由说明美国联邦储备委员会本身不是操控机构。美国方面的干预机构首先要数外汇平准基金(ESF)，国会对它的影响相对较弱，并且不会公布有关文件。有两项证据可以证明该机构确实参与其中。2000 年，雷金纳德·豪(Reginald Howe)指出一份资产负债表的反常现象。[2] 当时美联储的月度报告在某处(1. 18)给出国库的黄金储备，然而在另一处(3. 12)给出国库和外汇平准基金(ESF)两者的黄金储备。数字之间的差异也就表明了外汇平准基金(ESF)的黄金储备量。

1974～1995 年间，大多数年份的数据是相同的。后来常常出现不一致，合理的解释是，这是由于外汇平准基金(ESF)的黄金操控活动。因为在美国中央银行系统中，黄金价格一直固定不变，所以很难找出除黄金操控活动之外的其他原因，我们可以排除常出现的录入错误的可能。在豪公布这项异常现象并在一份起诉书中着重指出后，美联储的反应非常明显：他们直

---

[1] Summers, Lawrence; Barsky, Robert: "Gibson's Paradox and the Gold Standard", in "*The Journal of Political Economy*",Chicago,1988,96,3, 528—530, NEBR Working Paper 1680;与题目让人联想到的不同，在研究中涉及金本位结束之后的时间；格林斯潘对萨缪尔森的夸奖见 19930518meeting. pdf 第 5 页。

[2] 豪反对国际清算银行的起诉状，见美国马萨诸塞州联邦地方法院民事诉讼 No. 00-CV-12485-RCL, www. goldenextant. com/Complaint. html, 62ff; www. goldenextant. com/P'sSecondAffidavit. html, 6ff; www. goldenextant. com/commentary18. html; www. goldenextant. com/SecondAffidavitExhibits. html。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接把外汇平准基金(ESF)从美联储的月度报告中剔除并且更改数值![1]早在20世纪40年代,美联储的报告中就提及了外汇平准基金(ESF)储备的黄金。逾50年的资产负债表传统戛然而止。[2]在货币发行银行,如果两项试算数据不符,本应需要做出最终的解释。换言之,人们有权知道,诸如为什么图58中相应的位置没有像往常一样写有“11.046”(大多数时候,该值会因为货币出售而慢慢减少)。

Federal Reserve Bulletin Januar 2001

3.12 U.S. RESERVE ASSETS

Millions of dollars, end of period

Asset	1997	1998	1999
1 Total	69,954	81,755	71,516
2 Gold stock [redacted]	11,050	11,041	11,089
3 Special drawing rights	10,027	10,603	10,336
4 Reserve position in International Monetary Fund	[illegible]	[illegible]	[illegible]

Federal Reserve Bulletin Februar 2001

1 Total	69,954	81,761^c	71,516
2 [redacted]	11,047^c	11,046^c	11,048^c
3 Special drawing rights[2,3]	10,027	10,603	10,336
4 Reserve position in International Monetary Fund[2]	18,071	24,111	17,950

Federal Reserve Bulletin Februar 2001

1.18 FEDERAL RESERVE BANKS Condition and Federal Reserve Note Statements[1]

11,046	11,046	11,046	11,046	11,046	11,046	11,046	11,046
3,200	3,200	3,200	3,200	3,200	3,200	3,200	3,200

图58 美联储月度报告摘录(经组合)

另一项外汇平准基金(ESF)是美国主导干预机构的证据,是已经提到的关于黄金掉期交易的引文。1995年1月的美联储会议议题是,外汇平准

〔1〕中央银行有意改动资产负债表以隐瞒信息的说法是很难在文献中得到证实的。与此相关的一个建议是一篇没有详细标注的论文,“U. S. Foreign Exchange Operations: Needs and Methods”, 1996年4月5日,载于当时美联储主席威廉·麦克切斯尼·马丁(William McChesney Martin)的文集第9页。http://fraser.stlouisfed.org/docs/historical/martin/23_06_19610405.pdf.

〔2〕联邦储备系统公告网址:http://fraser.stlouisfed.org/publications/FRB。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金(ESF)向发生危机的墨西哥提供贷款是否合法。这已经被反复证明了,但是人们想要百分之百地确定。现在顾问马丁利(Mattingly)加入讨论并举黄金掉期交易为例:“法律上很明显,外汇平准基金(ESF)的这项活动是允许的……法律的表述非常笼统……涵盖黄金掉期交易。”[1]以黄金进行结算的交易合同,当时也称为黄金掉期交易,至少在20世纪60年代就存在于中央银行之间了。然而,马丁利可能是指现在非常盛行并且为市场提供黄金(直接的或者通过其他中央银行)的黄金掉期交易。支持这一点的不仅是工作情景——人们倾向于选择近期发生的事例,还有他偏偏以黄金掉期交易为例。之前提到,外汇平准基金(ESF)为至少37个国家提供贷款以及签订合同。如果向更远一些追溯,他可以找到大量内容相符的贷款事例,但是他提到的却是黄金掉期交易,因为很有时效性,所以认为有意义。这段文章也与此相符:“……它揭开了例如‘这些’黄金掉期交易之类事情的面纱。”在说话者与听讲者都熟悉要描述的东西时,人们会使用这段话。在场的人知道,他说的是哪些黄金掉期交易。马丁利在这里是下意识的提到后面的例子,他知道,所有人都明白。

金融市场工作组也是相关机构之一,证券经纪人行话中的防暴跌小组(plunge protection team),就是避免股市暴跌的小组。它成立于1987年股市崩盘之后,偶尔的会面和报告为人熟知。但是缺少有关黄金活动的线索。尽管如此,该小组还是有可能参与了协作。

不管怎样,工作组有利于我们了解背景,因为它应该倾向于选择由私有经济市场参与者贯彻的解决方案[2],一个在1987年股市崩盘中付诸实践但从未得到官方证明的方法。1987年的这种合作,成为黄金干预政策的范例。正是此处也存在着一个特殊的问题:如果在私有经济条件下实施市场

---

〔1〕 FOMC19950201meeting. pdf, 69页,“法律上很明显,外汇平准基金(ESF)的这项活动是经过允许的。我不认为这里存在是否合法的问题。法律的表述“信贷”非常笼统——涵盖黄金掉期交易——并且它参阅了权威的说法”。

〔2〕 “工作组应该与证券交易所、票据交换所、自动调节实体的代表以及主要市场参与者磋商,以决定私人机构的解决方案”。总统行政命令12631 — 金融市场工作组,1988年3月18日,www. archives. gov/federal-register/codification/executive-order/12631. html。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

干预，那么长远来看私有部门必须要获得利润。但是，如果他们通过套息交易以及充满不确定性的期货市场获得收益，那么独立实施或者推动干预政策的诱惑力就或多或少变得非常强，这种个人为了谋求私人利益的股市干预现在已被禁止。但是另一方面，也许它最好地解释了为什么从1996年末到2001年黄金干预的第二阶段，金价由400美元/盎司降至250美元/盎司，而却不能把此现象与任何通货膨胀预期和黄金政策目标合理地联系在一起。当时营造了一种抵制黄金的氛围，而且不同的中央银行出于道义上的压力出售黄金，例如瑞士。这样一种方法对于中央银行来讲完全不同寻常，但是如果考虑到背后隐藏的私有经济的利益，那就很好解释了。

不过从根本上说，协调并非必须遵循组织框架，也可以非正式地进行，只要干预政策是保密的，并且中央银行通过借贷提供充足的黄金。原则上讲，为达目的有限的协调就足够了，例如，中央银行进行游说并得到足够多的信贷和出售额。尽管如此，推动干预政策的银行仍有可能在第二阶段进一步打压金价，也许出于傲慢、习惯、友好的帮助，或是其他什么原因(有时也提到欧元的引入，这可以解释许多欧洲中央银行积极参与借贷和出售的动机；但是具体的线索还不为人知)。但是其背后不见得是美国的中央银行，也有可能是管理黄金的国库或者个人。

私人方面有这样一个问题，除了拥有黄金的银行，一些矿主是否也参与进一步打压黄金价格。部分矿主借入与其产量相比非常多的黄金，利用下降的金价以及由此产生的价格差获得竞争优势。此外，人们还有根据地称他们为有目的的打压金价活动的潜在参与者，因为其中一些人(与储金银行类似)和政治有很紧密的个人联系，例如，能拿到条件极其优惠的超长期借贷合同。[1] 然而，大黄金借贷商的股价在20世纪90年代末第二阶段并未明显好于其他矿主。

引人注目的还有黄金反垄断行动委员会(GATA)主席比尔·墨菲(Bill

[1] 例如Siebholz, Dieter: "Barrick Gold und seine Derivate-Chancen und Risiken am Goldmarkts", 7.8.2003. www,goldseiten.de/content/kolumnen/artikel.php? storyid=144。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Murphy)以前常常强调的:1997～1999 年几乎相同的收盘价(见图 59)。事实上,纽约黄金收盘价 1997 年为 288.8 美元/盎司,1998 年为 288 美元/盎司,1999 年为 287.5 美元/盎司。也就是说,在黄金干预第二阶段的前三年中,收盘价相差最多为 1.3 美元,并且三者几乎正好在 288 美元/盎司附近!这不可能是巧合。如果我们选取纽约商品期货交易所(Comex)2 月期货年度收盘价,差异进一步缩小:1997 年以 289.9 美元/盎司收盘,1998 年为 289.2 美元/盎司,1999 年为 289.6 美元/盎司,最多相差 0.7 美元! 在那里常年有日进日出的持续交易和狂热投机,为什么年末总是出现相同的价格,就像价格是官方固定的? 这不应该是巧合也确实不是巧合,而一定是出于与年终财务报表中的资产负债表有关的某些原因,也就是说,存在一个至少涉及两方的协议。

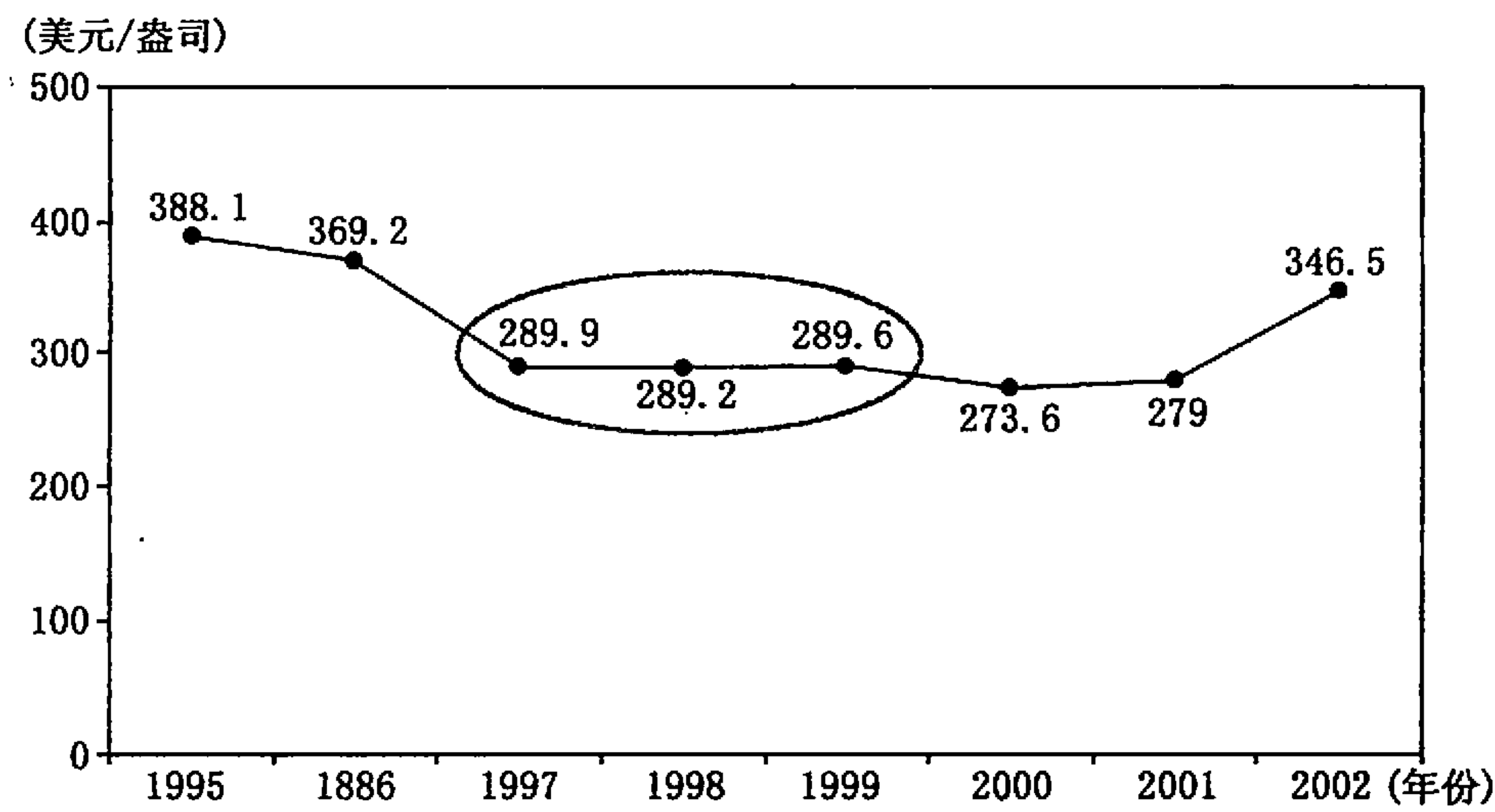


图 59　1995～2002 年纽约商品交易所(Comex)的年末收盘价

但是,为保险起见,这里我们简单估计一下,价格连续三次以上面的形式位于相等数值的可能性大小。由于在证券市场上,即使没有干预,偏离标准分布的情况也会发生,所以我们不采取定性分析,而是定量分析(准确地说是计算概率)。我们选取最长可用时限的时间序列,即从 1968 年初到 2009 年 6 月中旬的黄金二盘,年均 251 个交易日。根据最大差值 1.3 美元,收盘价 288 美元,三个收盘价所处的百分比差额为 1.3/288

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(0.451 388 8%)。现在我们计算每隔一年出现这样差距微小的三个价格的概率。

9 928个可能的组合中只有 8 例符合所有三个收盘价每隔一年差距微小的情况,概率为 0.081%。也就是说,三年收盘价偶然如此接近的概率不到千分之一。如果考虑以下情况,该值还会降低:在上面提到的符合连续三年收盘价非常接近的 8 例中,6 例出现在 1994～1996 年,正是金价由于干预措施"黏着"在 400 美元价位。因此,当时这不是偶然现象,而是被迫如此(反过来这也证明了,价格低于 400 美元不是纯属偶然),于是在大约9 000 个可能事件中只剩两个真正符合的案例,概率为 0.022%。如果把时点价 1.3 美元的差额换成纽约商品期货交易所 0.7 的差额,概率仍要下降! 不过我们不去管它,数学上和事实上都很明显,这不是一个正常的市场事件(估计监管当局本可以通过这个状况详细调查准确的背景)。查明的数值总体上经得住检验,像 1997～1999 年这样,连续三年收盘价非常接近的概率不高于 0.022%。

始于 1996 年末、持续至 2001 年的第二阶段黄金干预有一个正式的目标,即压制金价。不仅仅是 400 美元的黄金价格鉴于抑制通货膨胀的货币政策不能够再上涨,而且年底前要达到一个明确的进一步目标:288 美元(或者说远期 290 美元)。由于这种加强黄金干预的货币政策目标并不明显,所以要秘密进行。一致的价格正表明了私人部门的作用,因为中央银行不需要一致的年末收盘价。

因为套息交易中有很多私人参与者出于自身的利益推动抑制金价,所以他们明显属于干预实践的一部分,是私有经济条件下"持久可行"的解决方案,与防暴跌小组的任务类似,不过他们明确是一支独立力量。格林斯潘 1998 年指出:中央银行准备贷出更多数额的黄金,他们是这些黄金的接受者,不然金价就会上涨。因此不用怀疑他们的存在,他们承担一部分工作,但也是出于自身的利益。

从实用主义出发,同时也为了收益,私人机构承担的工作可能也包括利用期货市场这个工具,在期货市场上 290 美元的一致收盘价表明了这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而外汇平准基金(ESF)也有可能参与了期货市场,有表面上常常紧密配合的黄金和汇率干预政策为证。至于期货市场上私人部门和国有机构怎样分工,通过以上信息不能或者只能象征性地说明。

虽然第二阶段的黄金干预政策到2001年才结束,但1999年就有中央银行之外的力量发挥作用,防止金市衰退。明显的例子是1999年9月26日,一些重要的、持有世界上超过半数黄金储备的货币发行银行签署了之前提到过的《华盛顿黄金协议》(WAG),限制黄金出售和借贷。接下来的几天,金价急速上涨20%(好像之前存在内部交易;如果考虑之前几天,涨幅更高)。

参与的中央银行显然没有料到如此大幅的上涨,但原则上对出售黄金的限制是为了避免金价崩盘,看上去完全无害,却引发了重要的问题。为什么中央银行达成了如此不寻常、引人关注的一致?这是有意的宣言,也是官方的消息,是为防止金价下跌,并且达到了目的。金价出现第一个低点,虽然两年之后应该再次达到这样的低点,但自那以后,金价一直呈上扬趋势。这则官方消息本不新奇,因为许多中央银行在此之前都单独宣布过。但是现在他们作为团体宣称不想金价继续下降,这导致的结果是:从现在开始价格上涨。这是对希望价格下跌势力的挑战。中央银行逃避进一步出售黄金的压力,因为单个中央银行现在可以用整体的态度做挡箭牌。从经济角度看,参与的中央银行结成了一个卡特尔,来反对打压金价的另一个卡特尔,而同时他们也属于后者。这绝不是矛盾,因为不仅机构之间存在差异,我们也应该从历史发展的角度看问题(为了对抗通货膨胀预期,在金价为400美元时,某中央银行会支持干预政策,但是在金价300美元和比较轻微的通货膨胀时,它就有可能反对进一步打压,因为其黄金储备的价值有消失的危险)。

然而,《华盛顿黄金协议》在英国曾采取行动的大环境中签署,这是一种公然的冒犯:为了打压自己的金价,提前宣布英国将出售黄金。很明显,更低的金价是初始目的。这是不愿金价继续下跌的势力不想接受的,它们必须也如此公开地回应。一旦开始行动,所有权威的中央银行必须彼此结盟,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加入协议或者借助后续的声明,因为如果不这样做就会生疑:为什么它们是彼此孤立的?

然而,第二阶段的黄金干预政策以其对私有经济的强劲刺激、缺少货币政策意义以及对具体中央银行出售黄金施以几近敲诈的压力而告终。在《华盛顿黄金协议》中,由德、法两国中央银行发起的央行声明是一种"命令型的运作"。但这种运作给了反对者有序撤离的机会:通过坚持稳定黄金销售的宣言,储金银行可以对其先前与央行贷金交易产生的空头头寸进行平仓(后来也确实如此)。黄金干预的私人参与者完全出于自身的利益将金价抬升至 250 美元。但同时,他们的支持者,首先是英国(当然还有美国)国库,对公布英国黄金销售没有丝毫同情。他们落后了,在黄金套息交易中凭价格下跌获利已成历史,下跌的价格必然会补涨回来。

说到总量,如果我们把之前的借贷也列在内,就引起了表面上的矛盾。《华盛顿黄金协议》限制黄金销售,协议(及其后续协议)签署十年后,中央银行却比十年前销售了更多的黄金。尽管如此,金价明显上升,而十年前金价是下降的。原因如前所述,黄金的实际供给下降了。十年前许多黄金经过借贷进入市场,十年后通过偿还贷款收回黄金。中央银行发现,他们向储金银行总共借出了如此多的黄金,以至于不能按期得到偿还。他们不得不出售自己的黄金储备,以使储金银行偿还黄金。

中央银行就是这样做的,他们提高了销售量,收回贷款。他们由之前的借贷变为倾向于销售。除此之外,中央银行借出的数额不可能全部回收,也不能再提他们的贷款,因为这样会泄露他们在什么情况下使用这种方法。以此看来,《华盛顿黄金协议》就是预先告知储金银行黄金借贷交易将被收回,并且中央银行将自己提供黄金。

整个《华盛顿黄金协议》制定过程不是针对美国中央银行(而是针对管理美元黄金的美国国库)。也就是说,可能欧洲人不是非常赞成美国的货币政策,或者可能起初《华盛顿黄金协议》的准备工作是在没有美联储的参与下进行的。然而人们必须承认,美联储权威性地参与了最重要的前期活动。因为有这样一项活动存在,并且它很明显地已经参与了协调。在 1999 年 5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月 7 日英国国库提前宣布黄金销售并冒犯其他势力之后，法兰西银行行长克洛德·特里谢(Claude Trichet)于 5 月 19 日以包括美国中央银行在内的四家中央银行的名义，明确声明，这几家中央银行不会销售黄金。一天之后，5 月 20 日，格林斯潘较明确地支持以黄金作为中央银行储备，如“德国在 1944 年不能以纸币支付……黄金是永久可接受的最终支付手段”。[1]

这种支持黄金为部分中央银行储备的行为一定是经过商定的，因为不仅时间上接近，而且因为特里谢代表四家中央银行发言(如果没经商定是不可能的)。四家中央银行已在 1999 年 5 月 19 日联合起来声明反对销售黄金，而这四家中央银行来自持有黄金最多的四个国家(美国、德国、法国和意大利)。这紧接着 5 月 7 日英国的宣告，之后的《华盛顿黄金协议》也是在美联储的参与下对这种销售行为的反应。也就是说，即使预期的作用并未出现，四家中央银行也已经明显地反对金价进一步下跌，这使得接下来的《华盛顿黄金协议》变得很有必要。只有这样才能在金价暴涨的时候，清楚显示出成果(对于发起银行来说，关于谁愿意接受帮助重新控制价格的线索很重要)。

这里我们不能被干扰，认为格林斯潘可能是反对中央银行销售黄金的黄金干预政策的主要发起人。格林斯潘起初支持黄金干预，但那是在第一阶段，为了达到诸如抑制通货膨胀的货币政策目标。第二阶段诸如私人机构利润等其他动机成为推动力量，格林斯潘并不支持。还有一个问题是，为什么美国中央银行没有对《华盛顿黄金协议》采取进攻性的举动，虽然在 5 月 19～20 日它们的前期活动中它是这样做的？

由于格林斯潘可能继续担任美联储主席，所以一个解释是，美国国库的一些成员不支持他。第一阶段的黄金干预，以货币政策目标为主导，美联储人员是推动和出谋划策的力量，与此不同的是第二阶段，看上去在政策方面

---

[1] “顺便提一句，这个问题于 1976 年在美国产生了争论，结论是我们应该持有黄金，理由是黄金仍然是世界上的最终支付手段。有趣的是，1944 年，德国只能通过黄金购买物资，而不是通过法定货币。黄金总是被接受的，被看作货币体系及其价值的稳定因素，历史上看，这也是政府为何持有黄金的原因。”1999 年 5 月 29 日，在参议院银行委员会的讲话，http://commdocs.house.gov/committees/bank/hba57053.000/hba57053_0.htm。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

英美国库的人员是推动力量(在私人经济方面利润是主要驱动力)。不只美国总统克林顿和他的财政部部长鲁宾，还有法国总统希拉克，1999 年 3 月相继催促国际货币基金组织(IMF)销售黄金。政治而非货币政策成为推动力量。

在利益驱动的第二阶段，尤其是英国和美国的储金银行以及政客，追求更低的金价。在这两个国家，是政治而非货币政策管理黄金。此外，在美国，政治常常是外汇市场上的干预力量。另外，是美国政府直接控制外汇平准基金(ESF)，而不是美联储，而外汇平准基金(ESF)实施黄金干预。中央银行的黄金干预是一个语言上的简化(精确地说应该是“国有黄金管理机构”或者类似的说法)，事实上，是中央银行，包括德国中央银行，1999 年采取措施开始逐渐地但是坚定地结束系统的黄金干预政策。

英美政府的角色分配还需澄清。在英国宣布黄金销售时，引起了一系列的投机行为。尤其是英国反对派预测，政府出售黄金，以使中央银行购买更多的欧元，来支持欧洲货币联盟。这是过于英国模式的思考，没有意识到黄金借贷的必要性。宣布黄金销售使得金价下降，欧元的收益消失了。提前声明得到了人们的注意，但是没有相关解释，事实上是与利润有关或者是储金银行或者美国外汇平准金(ESF)避免面临的损失。英国出售黄金的决定得以贯彻并且提前宣布，以期达到打压金价的目的，这从另一角度可以看作收益，同时也为避免由于干预政策使外汇平准基金(ESF)可能承担的损失。外汇平准基金(ESF)无法从其他渠道轻易地弥补损失，这些损失可能是国会非常关注的(与此论点相反，格林斯潘在英国声明之后随即声称反对黄金出售，这可能是美联储对国库的激烈冒犯)。

第二阶段的黄金干预引发了最多的问题。因此我们要做一项统计分析，这项分析与对第一阶段的认可直接相关。从 1993 年中期到 1996 年中期的第一阶段，金价应该保持在 400 美元以下，只能在这个整数下变化，因此我们分析一下金价保持在这个整数水平的概率。由于中央银行当时依这个整数作为，这一点必须在概率分析中表现出来。

为了得到价格相对严格的保持在这个整数的概率，我们计算金价停留

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在整数位下方四分位数的概率。我们研究以下价格区间：175～200，275～300，375～400等。下一步进行年度熨平，以使曲线变得平缓。这种测量虽然存在缺点(尤其是百分比区间，75～100美元与975～1000美元完全不同)，但鉴于实施干预的中央银行依据整数进行调节，为达到这个目的，这样的测量刚好合适。图60显示金价保持在整数的概率以及相关的金价。

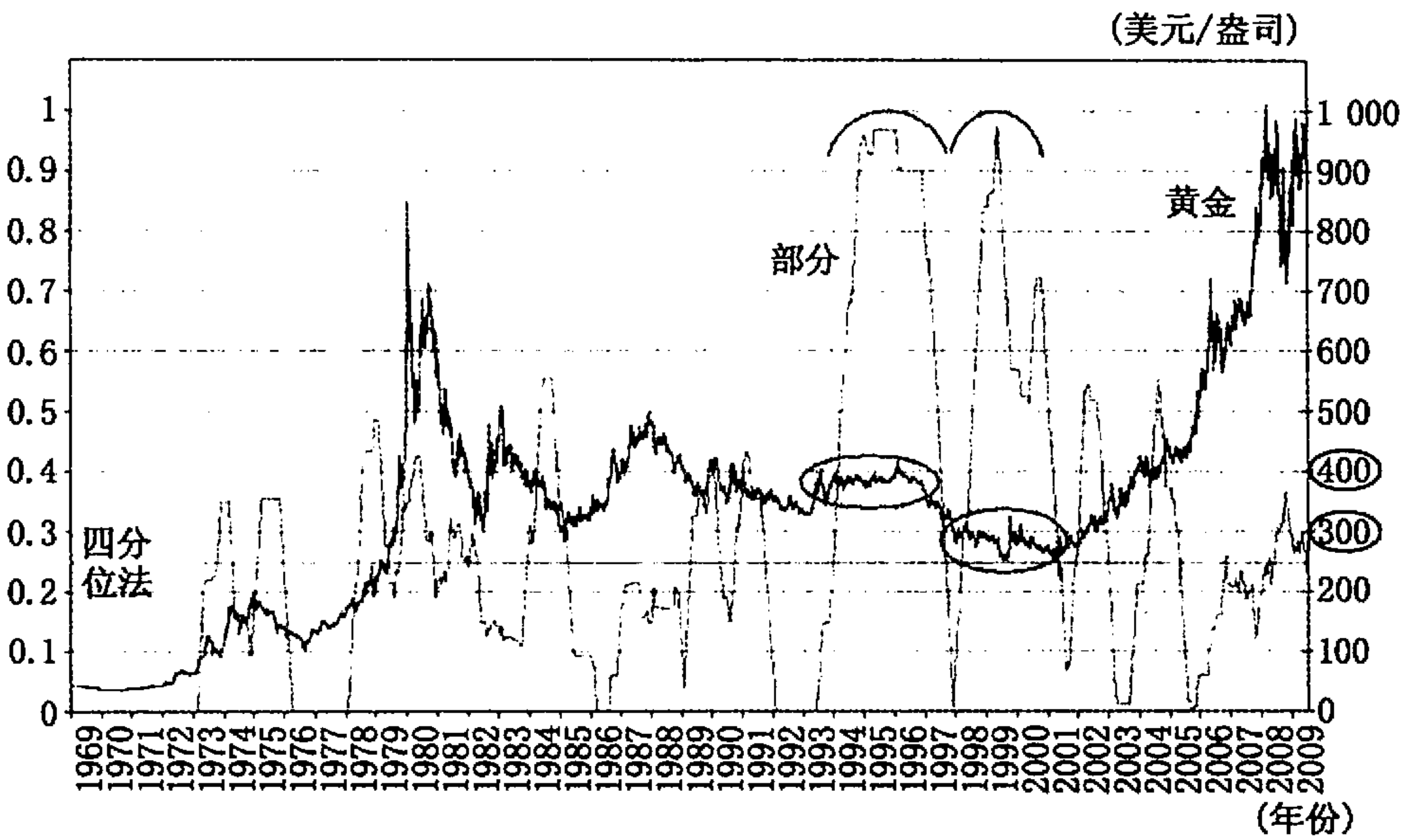


图60　以四分位计处于整数下的金价(X75～X00)比重，已熨平

因为只有1/4的价格位于四分位数的上面，所以必须将这几年的曲线在0.25处调整(见横轴)。在干预开始之前，曲线在这个中值附近震荡并且大多数情况下位于0～0.5之间。在第一阶段金价维持在400美元以下时，概率的测量值接近1。单从曲线也可以看出，金价是怎样在此价格下长久停留的(第一个椭圆)。在第一阶段为使金价不超过400美元，存在明显的干预标志以及不同中央银行之间的联盟，动因就是前面提到的货币政策(“温度计”)。

然而概率计算传递给我们的信号是，肯定存在另一个标志。在第二阶段，概率再次攀升到接近1。从曲线图中也可以看出，金价怎样停留在300美元以下(第二个椭圆的左半部分)。因此肯定存在300美元这个标志！概率测量向我们展示了在曲线图中不是一眼就能看出的东西，即商议好的新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格水平。新的标志是300美元，价格应该保持在这之下（纽约商品期货交易所商定好的年末价格290美元就属于达到该标志的策略）。既不是指标志本身，也不是指追求更低水平价格的诸多原因，这里还有其他的信息。

概率测量告诉了我们第二个标志（同时证明了第一个）。这样一个标志的存在也是可以理解的；在人们根据400美元调整之后，将要建立下一个目标。然而新的标志持续时间不长，价格在一年多时间内保持在300美元以下之后，英国国库打算进一步打压金价（第二个椭圆中间），这引起大部分中央银行的反对。通过《华盛顿黄金协议》，它们也成功地做到了，金价随后急剧上扬（纵轴第二个椭圆的中间位置）。事实上这是系统黄金干预活动逐渐走向结束的开始。虽然2001年价格再次回落到近250美元，但是自那以后一直上升。因此第二阶段是最不一致、矛盾最大的。这引发了很多疑问：为什么要商定更低的水平，并且把价格从400美元压低到300美元？为什么英国人想要更低的金价？两个问题都是关于为何追求更低的价格而不是仅仅避免上升，这些可以解释为货币政策驱动。

300美元的标志决定了国际货币基金组织（IMF）黄金销售以及英国人的时间表，因为这发生于金价准备升至高于300美元的时候（见图61）。然而在英国人不按常理做事并且金价继续下跌之后，这个标志仍然非正式地存在。从那之后，它不再像400美元标志那样在曲线图中易于辨认（但250美元也是在300美元之下）。这个标志甚至持续到2002年初，虽然人们之后只是敷衍地维护着它。费迪南德·利普斯（Ferdinand Lips）在他的书[1]中指出，时任德意志联邦银行行长的欧内斯特·威尔特克（Ernst Welteke）三次声明考虑销售黄金，都是发生在金价准备越过300美元大关的时候。这种时间上的微调是由于黄金政策不透明，几乎所有核心的东西都被隐藏着，微调也就成为300美元标志的官方证明。这个标志无法维持，金价只出现了短暂的反向运动。

这样一个短暂并引人注意、在尴尬程度上很难被超越的、通过提前销售

[1] Lips, Ferdinard:“Die Goldverschwörung”, Rottenberg 2003. 303.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

声明来打压金价阶段终于走向了终结。从德意志联邦银行的角度看，它没有导致黄金销售（如我们看到的，后来银行没有出售自己的储备而是收回了贷出的黄金）。两年之后好像又出现了把金价保持在原来 400 美元处的尝试。图 61 是《华盛顿黄金协议》（WAG）之后的金价上涨和威尔特克煽动出售后的金价走势，标志性的是 2001 年 5 月中旬的针形上涨（这在下一章结论的预测中被描述为“期货市场的气候变迁”）。

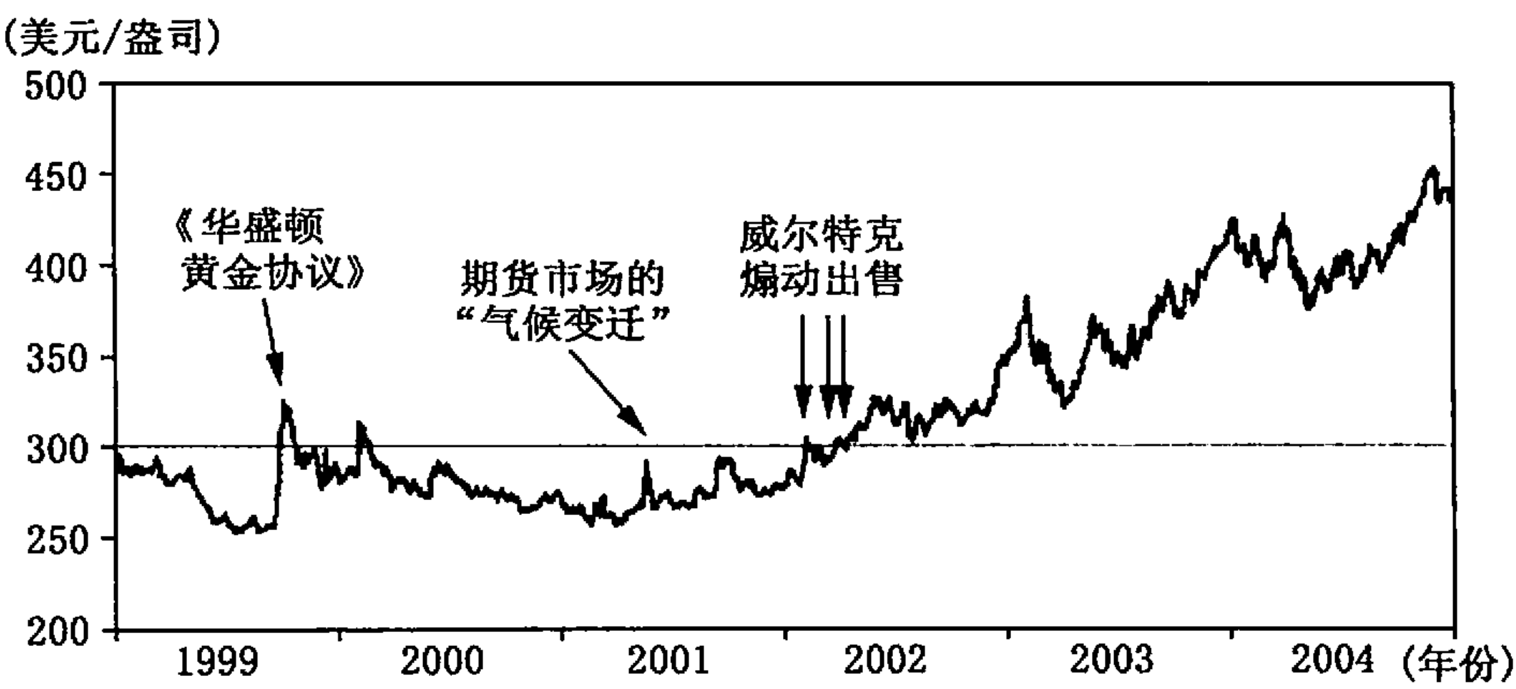


图 61　黄金:300 美元标志的捍卫和放弃

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2001年5月18日12:31：一件令人百思不解的事

1993年8月5日这一天，现代的系统干预政策实施，起初是抑制金价上涨，随后甚至促使金价下跌。这里，我们要找出出现转折的那一天。1999年和2001年，金价两度逼近每盎司250美元的低点。此外，1999年还因《华盛顿黄金协议》而不寻常，根据协议，中央银行宣布了针对黄金的政策改变，这导致金价短期急速上扬。随后是2001年的一天，金价干预的第三阶段以及结束金价干预的第一步措施开始。从那以后，干预措施不再由实物供给、黄金借贷等方式为主导，而是以期货市场为重点。金价因中央银行取消额外黄金供给而上涨，从此，不能再保持金价不变，只能够限制其上涨而已。如果目前干预重心在期货市场，那么可以回顾一下干预政策留下的进一步线索。

在美国期货市场上，人们对达到一定数额的头寸有申报的义务。市场参与者须借此归入特定的群体，“商业头寸交易者”是其中之一。这些商业化的市场参与者与其他两个群体的区别在于，他们不是单单对价格波动感兴趣(投机的)，而是关注交易。该群体中包括一些提前在期货市场卖出产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品的矿主，或者买入金属需求期货的首饰生产商。长期以来，市场评论员预测，纽约商品期货交易所的干预政策体现了商业头寸交易者的价值。

由于美国监管部门每周公布一次不同群体买进头寸的详细数据，通过这些数据，人们可以看出，背后很可能隐藏着干预势力的商业头寸交易者是怎样持仓的。图 62 显示，从 1986 年起的可统计时间段内，商业头寸交易者在金价上的持仓情况。为了确定净头寸，我们用长期合约的数量减去短期合约的数量，为进一步说明商业头寸交易者的净比重，再除以所有公开的合约数。0 以下的数值表示商业头寸交易者面临下降的价格。

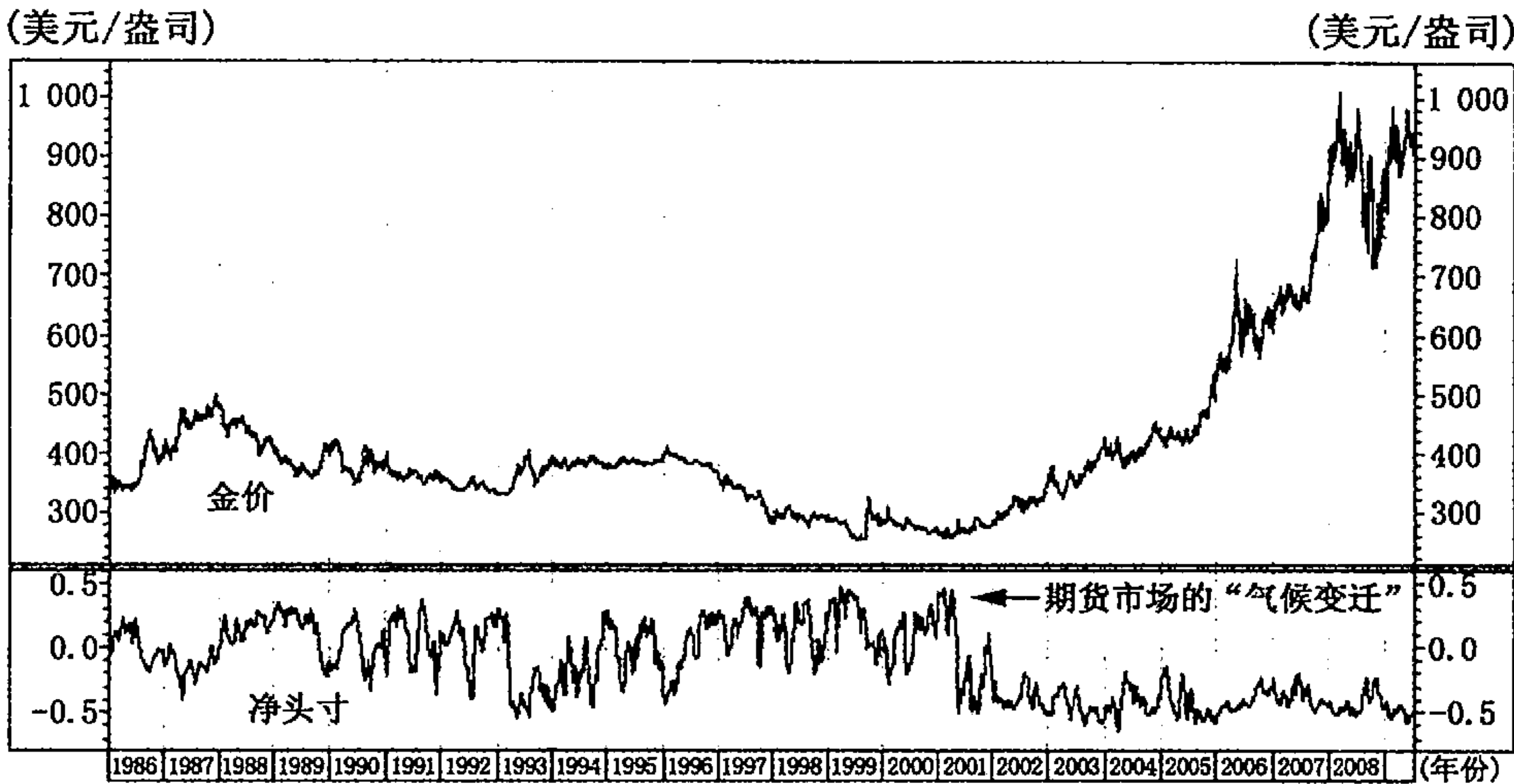


图 62　黄金和商业头寸交易者的净头寸(总头寸的比重)

我们可以明显地看出，2001 年 5 月 22 日之前的一周出现骤降，此后数值几乎一直保持在－0.2 以下，甚至更低。然而在之前的数年中，数值一直在 0 附近震荡。这是一个伴随金价上升出现的显著不同，0 以下的数值意味着商业头寸交易者面临下降的价格，他们在金价上升的过程中损失很大。

从矿主的报告中得知，金价上升大大降低了他们应对价格下跌的保障。如果他们在纽约商品期货交易所做了套期保值，降低套期保值额度必须保持黄金价格的上涨。与价格下降相一致，人们在期货市场上抛售，这是人们出于干预目的希望看到的状况。从 2001 年 5 月开始，干预力量看上去无法进行平仓，因此数值一直位于－0.2 以下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们不能高估该数据的说服力,因为它是间接的,并且我们不确定干预力量应该属于哪一个群体,而且在干预措施开始之前,1993 年 8 月,商业头寸交易者参与也出现了回落(看上去是因为矿主出于安全性考虑,在价格上涨时出售)。他们可以在 2001 年以来的牛市中不断拓展该业务,但是它并不适合套期保值规模的削减。综上所述我们可以看出,从 2001 年开始,期货市场头寸结构发生了根本性的变化,2001 年 5 月 22 日之前一周发生的骤降也引人注目。

借助另一个美国监管部门的数据,我们继续进行研究,也是说明集中程度。集中程度是指最大参与者所占市场份额的大小。我们考虑到,干预政策只是通过较少的甚至唯一的机构实施,而不同的市场行为是由若干部门分担的。当很多干预政策实施的时候,集中程度提高。在纽约商品期货交易所由较少机构实施压低价格的干预政策(只要没有平仓),很可能导致集中程度提高并在统计数据中表现明显。图 63 显示,1986 年以来四大机构在整个净短期头寸(目标是金价不断下跌)中的比重。

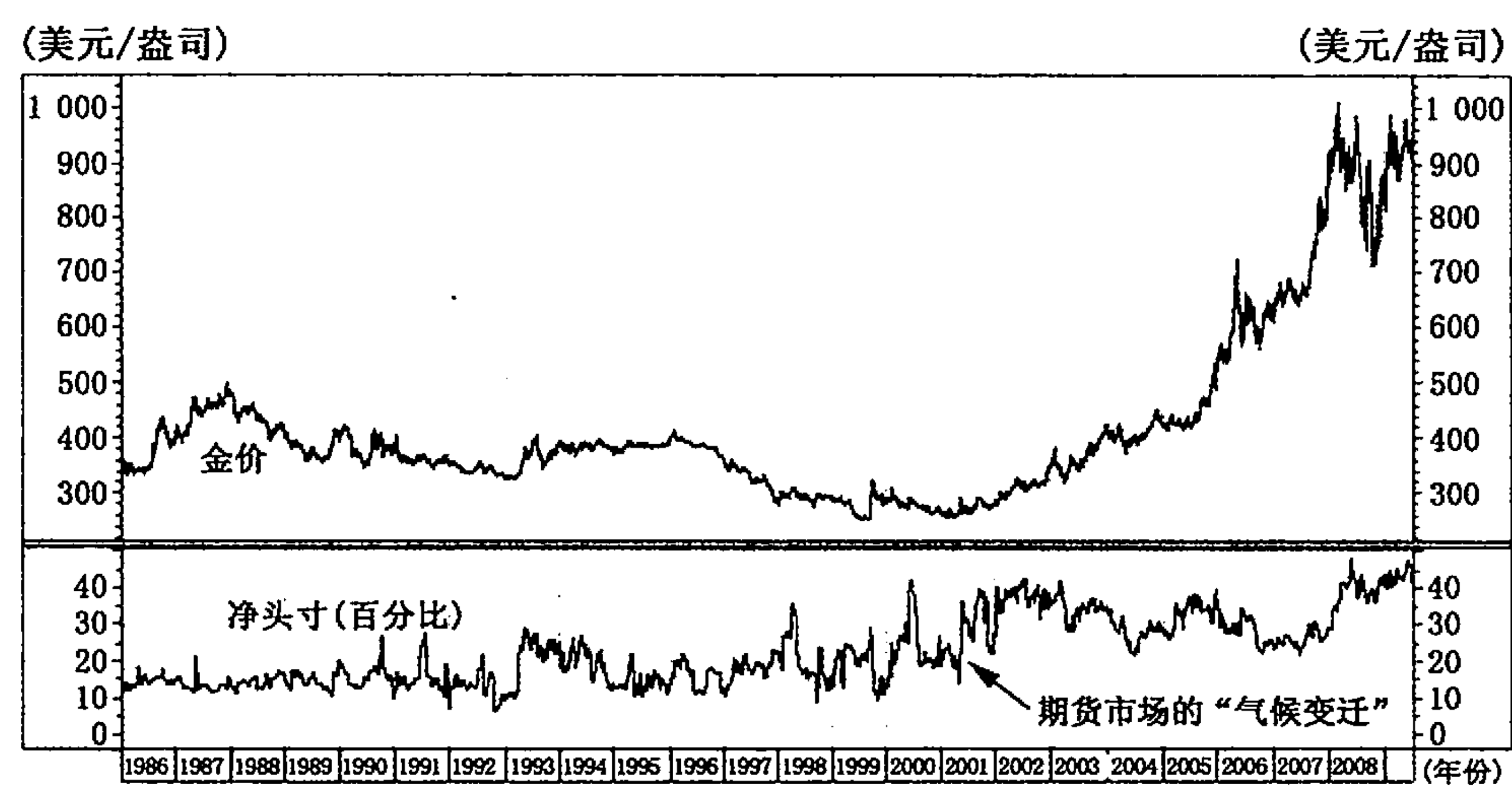


图 63 黄金:所有销售者中四大机构所占比重(百分比)

我们重新观察水平的变化。截至 1993 年,短期方面的集中度约为 15%,之后升至 20%并不断震荡。然而从 2001 年 5 月 22 日那一周开始其值为 30%,最终,在所有销售者中四大机构所占比重几近 50%! 从 2001 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5 月 22 日那一周开始，可以看到水平明显变化。我们不想高估这个统计数字的说服力，该数字是间接的，并且其他物品以前也出现过很高的交易集中度。

但是，它很适合说明 2001 年以来干预活动的变化改变了期货市场的结构。这里，2001 年 5 月 22 日，继因明显且持久的增加空头头寸而引人注目之后，再次由于集中度强劲上升到更高的水平而吸引眼球。2001 年 5 月 22 日那一周到底发生了什么？我们来观察周末的日内价格走势，更准确地说是两个整合为一整天的半天，分别是：星期五（2001 年 5 月 18 日）和星期日（2001 年 5 月 20 日）。[1] 图 64 中，我们把纽约截至星期五下午交易结束的收盘价与悉尼股市星期一早上最初几个交易小时的价格综合在了一起（相当于纽约时间星期日夜间）。

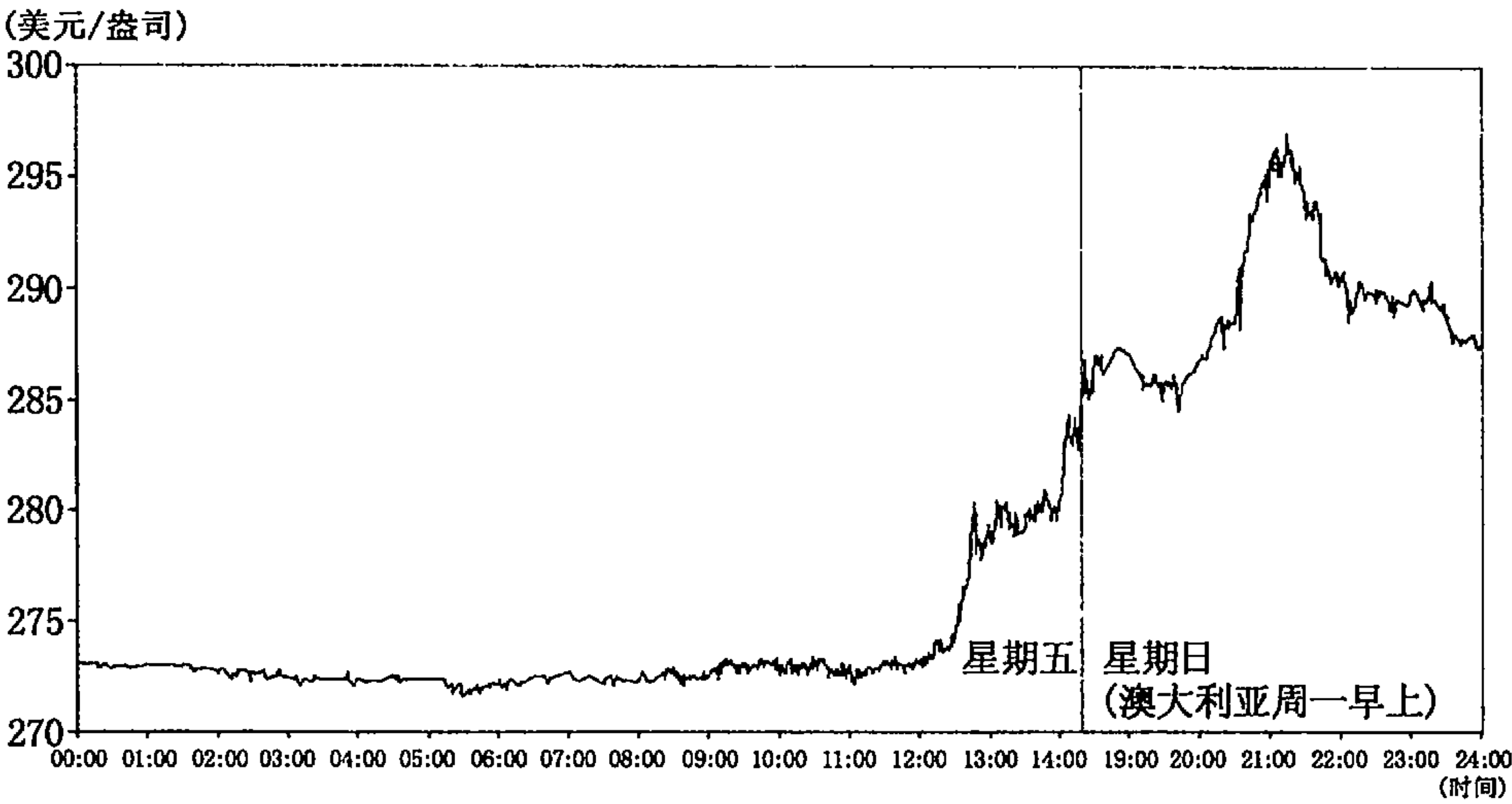


图 64　2001 年 5 月 18～20 日的黄金日内价格走势

2001 年 5 月 18 日星期五，开盘非常平静，只有很小的波动。12:31，下一个供货月的金价突然间直指 275 美元（稍晚发生在现货市场）。第二天的上午交易时间中（在亚洲是星期一），价格继续上升至接近 300 美元。这发生在周末的小额交易中，无缘无故上涨，几个交易小时内上涨了近 10%。

[1] 由于诸多错误，必须对数据进行加工。根据那时的市场报告，最高价甚至达到 298 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与此同时,这标志着期货市场的结构转折;交易不能再由卖方决定,集中度达到更高的水平。但是从此贷款利率处于前所未有的低水平(即使这个变化不是恰好从 5 月开始的),虽然之后价格下降了一次,但是 2001 年 5 月 18 日是一个转折点。

通过当时的媒体报道可以更清楚地了解那时的情况。首先值得一提的是,在之前的一周,贷款利率明显上升,但没有引起金价上涨。中央银行改变了它的政策,未提供足够的黄金用于借贷。接下来是受公众、政治和审判活动影响的时间段,对抗黄金干预的黄金反垄断行动委员会(GATA)对这些活动的一部分进行了详细说明。一个这里破例提到的非官方报道也许可以介绍更准确的背景,依靠惊人准确的预言,以及与很久之后才能认清的、贷款和期货市场结构变化的总体背景相一致,该报道拥有很高的可信度。

2001 年 5 月 14 日星期一,也就是价格明显上涨的 5 天前,涨价一事被准确地公布了。黄金反垄断行动委员会(GATA)的主席比尔・墨菲在他的信息服务文章中说,另一个信息服务商鲍伯・查普曼(Bob Chapman)向他提前透露了他证券市场简报的摘录,其中写道:"我们得知,艾伦・格林斯潘向储金银行设定期限,到 5 月底,它们要规范黄金的保险和衍生品敞口的头寸……银行说,它们相信,星期五金价将要突升至每盎司 275 美元以上。"[1]这里不是简单的关于价格的预测,而是有关一件极不寻常事件的精确预言,因为价格应该在星期五突然上涨并且刚好升至 275 美元(见图 64)。这种小额交易中的金价上涨没有任何原因并且非常剧烈。以上提到的背景,即储金银行在借贷和期货市场方面需要根据变化调整,在事后的统计数据中能够很好地看出来。由于这些原因给出一个破例的非正式报道,

〔1〕"我们的智囊团告诉我们说,艾伦・格林斯潘向储金银行设定期限,到 5 月底,它们要规范黄金的保险和衍生品敞口。由此证明这个过程已经持续了一段时间。另外,英国首相布莱尔试图在即将举行的英国黄金拍卖中利用格林斯潘指定的将流入银行的额外黄金。我们得知盎格鲁黄金(AngloGold)公司将很快向银行出售指定量的黄金,这也是由格林斯潘详细说明的。过去我们在这方面的聪明才智是很高的。他们还说,他们相信,星期五金价将要突升至每盎司 275 美元以上。" http://groups.yahoo.com/group/gata/message/769;星期五之前的数据无法找到客观的网页提供。进一步信息可查阅:www.lemetropolecafe.com,2001 年 5 月 14 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不是为了证明黄金干预的存在，而是为了说明部分背景。[1]

然而，谁导演了金价的上涨？当时报道的效果乍看起来像“天方夜谭”，但很好地解释了所有的过程。为强制达到短期压榨（也就是储金银行买入价格上涨的短期头寸）的目的，成立了一个小组，提到了索罗斯（“打败”了英格兰银行的人）的地址、一个阿拉伯和一个中国的地址。至于主导机构，买方是瑞富（Refco）和摩尔资本（Moore Capital），卖方是高盛（Goldman Sachs）和大通曼哈顿（Chase Manhattan）。一如往常，这里应该有一个存在为达目的集中行动，反对中央银行和储金银行的卡特尔，它的目标是结束黄金干预，同时也应该得到了可观的收益。很多事实指出，存在这样的集中行动：提前透露涨价信息（包括日期和价格水平），看似协定好的时间点 12:30，强势上涨，缺少缘由和充分利用周末的清淡交易。一个符合逻辑的背景是：基于敞口的借贷额，强制的短期压榨可以获利颇丰，在背后有很艰难的斗争，得到一些中央银行支持的储金银行获胜。但是，正是从这个时候起，期货市场的结构永久地改变了，黄金借贷市场的结构也发生了变化。

总体来说，参与的中央银行发现它们无法把金价长期维持在现有水平，就告知赌定金价下跌的储金银行，它们应该做好金价上升的准备。起初最后期限是 2001 年 5 月末，但是后来延长到年末（年末之前金价维持在 300 美元以下，然后开始上升）。由此，特别是在 2001 年 5 月，不仅以借贷交易为特征的第二期黄金干预活动行将结束，而且从 1993 年 8 月 5 日开始的整个干预活动开始了一个新的模式，而不再只是限制价格上涨。同时，黄金干预政策开始走向结束。

由于失去了额外的、通过借贷进入市场的黄金作为压低价格的工具，必

---

[1] 有一些未经证实的黄金干预例子和摘录在网上传播。如果它们看上去可信，这里也不会提到了。其中一些摘录也有其他的看法。但同时有伪造的文件（其中包括 CIA 的一份）在传播，尽管已经解密，但是还是没有出处。那些证明存在黄金干预的“骗局”，虽然有很多反对的声音，但在网上传播着，如同它们是真的一样（好像人们倾向于相信能够支持他们想法的事情）。谁愿意被诓骗，参见：www. zerohedge. com/article/smoking-gun-fed-controlling-gold, www. zerohedge. com/article/declassified-state-dept-data-highlights-global-high-level-arrangement-remain-masters-gold; www. zerohedge. com/article/cia-chimes-gold-control-highlights-historical-gold-foreign-holdings-shortfunding。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

须加强利用期货市场进行干预。2001年5月18日午时左右,意料之外的事发生了。一群知情的大投资者不同意黄金干预,并希望借此获利,打算摧毁中央银行和储金银行的卡特尔,逼迫他们放弃自己的立场。12:30,他们开始买入,一分钟后,远期市场上的价格突破275美元,这样做的目的就是使小额交易方面的价格快速上涨。这使得其他人暴跳起来并且被迫买入,产生向上的推力。储金银行可能通过一些中央银行的直接支持,采取抵制措施并能够把金价控制在300美元以下,接下来的几天金价下跌。为此他们必须把大额短期头寸列入会计账目中,从此无法消除,这表现在证券市场监管部门的统计数据中。它们得到了更多的时间为金价上涨做准备,即在2001年年底之前,之后金价上涨,最终逐渐地、有序地放弃了干预活动。为了使储金银行的潜在损失最小化,中央银行把贷款利率几乎降为0。

就像1993年8月5日系统的黄金干预政策开始实施,到2001年5月18日,可以通过额外贷出黄金避免金价上涨的时代结束了。从那之后,期货市场的干预政策占据主导地位,金价的上涨只是受到节制。期货市场上行为的变化和格林斯潘关于信贷的呼吁,使得2001年5月18日对于金价上涨的意义,就像1993年8月5日对于金价下跌的意义,在这特殊的日子,黄金市场出现不寻常的趋势,金融市场和实体经济受到与此相关的影响。这一天,和黄金干预政策同时开始于1993年8月5日的金融泡沫催生力量也偃旗息鼓。虽然股票市场的趋势转折点在此之前就开始了,尤其是技术指标已经下跌,但值得注意的是,接下来的星期一,也就是2001年5月21日,道一琼斯指数达到了一个重要的高点(见图65)(当时人们猜测,股票市场,尤其是道一琼斯指数也受到了干预)。更重要的是,世纪之交的股票市场出现了长年的高值,金价则呈现长年的低值。不管是巧合还是有一定联系(如果有,又是何种形式),压制金价都不只和黄金市场有关。还可以看到,2001年5月18日干预政策的终结不再是由中央银行决定的,而是由市场以及一些市场参与者决定(与欧洲货币体系危机开始时英镑固定币值的瓦解类似)。

市场上和文献中的线索,让我们获得了有关目标、当事人和活动的场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

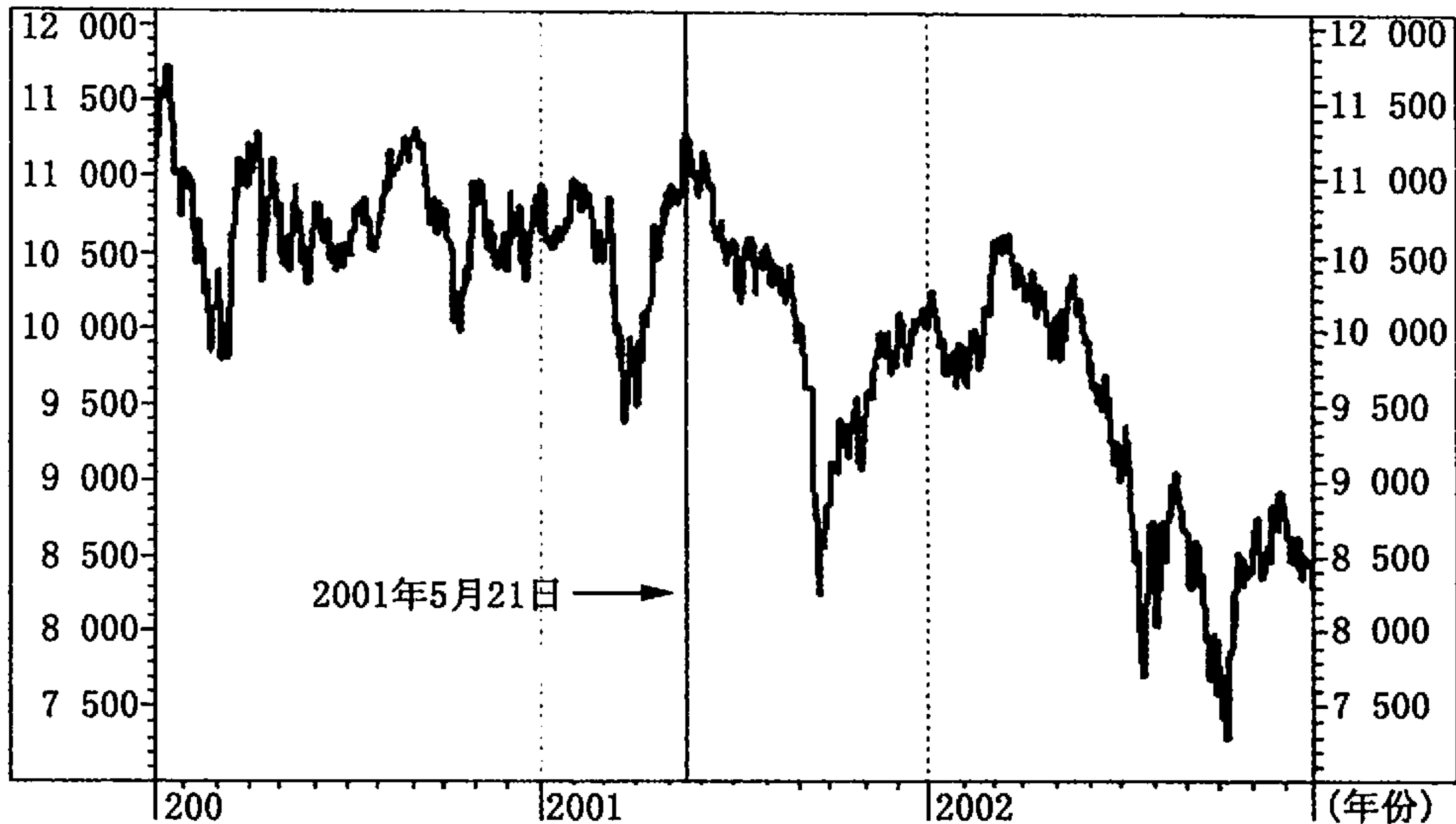


图 65 2000～2002 年道—琼斯指数

景，这些都出现在始于 1993 年 8 月 5 日的系统性干预黄金市场的过程中。但是有些目前还无法解释，例如英国政府预先宣布的具体原因，第二阶段价格不断下降的原因，私人参与方获利以及稍后的意外损失，当然还有很多细节，从 1999 年转折点处机构分成两派，到 2001 年 5 月的具体情况，再到令人吃惊的干预和平仓的具体方法。我们了解了容易理解的目标，如抑制经济危机，也猜测了值得怀疑的目标，如黄金借贷者的收益（以及相应中央银行的游说）。

中央银行货币政策的目标包含抑制通货膨胀预期，要达到更低的通货膨胀率和资本市场利润水平。问题是这种方法是否有效，以及有何负面影响。20 世纪 90 年代后期以来，黄金干预是否有助于金融大环境的构建？是否导致了股市泡沫、稍后的房地产泡沫、美国经常项目赤字和到处不断增长的债务？或者说也许整个人类多年来就生活在巨大的金融泡沫之中？一种借助打压金价不断膨胀的泡沫？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

打压金价的影响

我们把打压金价的影响分为两组,一组是对于美元,另一组是对于货币和信贷。打压金价会强化美元,激励海外投资者尤其是中央银行投资美元,另外有助于缓解美国的贸易赤字。从 20 世纪 50 年代开始,美国出现贸易逆差的趋势,由于经常项目和资本项目下向海外的支付比收入要多。这起初很有诱惑力,因为美国拥有地球上最多的黄金。但随着时间的推移,很小的赤字不断累积,黄金储备不断减少,这导致 1971 年美元与黄金脱钩。自此,世界范围内首次出现了完全的纸币体系。

事实上,纸币与黄金的分离开始于多年以前,早在 1967 年德国就不再用美元兑换黄金了。经历 40 多年,这种体系运行至今并塑造着世界政治经济格局。因此我们来看看当时的情况以及那时人们的想法。

美国在德国建有军事基地,1967 年,美国希望德国更多地分担驻军费用。德国只想在有限的范围内分担,但又不想失去美国的保护,军事联盟面临着解体风险。但是德国人想到一计:当时的德意志联邦银行行长布莱辛(Blessing)以政府做后盾,担保不用美元兑换黄金,而是用美元支付。美国保留了驻军,考虑到东欧集团的军队,德国没有勇气加入法国阵营,向美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

索取黄金。此后,这项基本机制对政治经济秩序意义非凡。

当时一篇关于美国总统的报道表明这套机制效果良好,它在1967年描述了德国不再用美元兑换黄金的承诺:"结果德国人建立了美元本位制。这是促使其他欧洲国家(法国除外)建立相似规则的重要一步。如果我们成功了……不必担心合理的国际收支赤字。这种约定不是给我们无限的印钞机,但是只要我们向前几年那样负责任地推动经济发展,这种约定会使我们在适度的赤字条件下不受限制地生存。"[1]

美国的军队需要经费,而像德国这样的国家,只想有限地分担费用,它们通过中央银行购买美国债券的方式资助军队。海外中央银行从此直接为美国贸易逆差融资,美国也因此用自己的货币在国外支付借款。以前有黄金阻挠,今天也本应是如此。当海外中央银行需要超国家的货币——黄金——时,该体系就会崩溃,1967年和今天同样适用。但是国家改变了,德国外汇储备的意义下降。随着时间的推移,几乎所有的中央银行都参与到这种金融体系中来了。

这些中央银行这样做还有其他的动机,例如资助本国的出口工业。另外由于市场规模、在贸易中的重要性和美元投资相对小的政治军事风险,它们偏好美元。但是,这些原因还不足以解释为何美元在中央银行的储备中占75%的份额。[2] 它们可以储备其他的货币,但是近几十年来,它们并未这样做。世界各国的中央银行供养着美国海外的军队,即使它们的国家反对美国的军事决定,或者它们归属于另外的政治文化环境,甚至它们已经被视为未来潜在的战争对手,这些中央银行也会自动那么做。可以肯定的是

---

[1] "结果德国人建立了美元本位制。这是促使其他欧洲国家(法国除外)建立相似规则的重要一步。如果我们成功了,在经历了希尔(Hill)和金融领域的惨痛教训之后,我们就不必担心合理的国际收支赤字。这种约定不是给我们无限的印钞机。但是只要我们向前几年那样负责任地推动经济发展,这种一致会使我们在适度的赤字情形下不受限制地生存"。Holderegger, Thomas: Die trilateralen Verhandlungen 1966/1967" in Wenger, Andreas (Hrsg): Zürcher Beiträge zur Sicherheitspolitik und Konfliktforschung Nr. 76, Zurich, 2006, s. 235. http://e-collection. library. ethz. ch/eserv/eth:28459/eth-28459-01. pdf。

[2] 国际货币基金组织的数据只在比较小的份额上说明问题,但也会导致出现一种没有详细列出的货币的头寸。国际货币基金组织没有报告货币的头寸中美元占的比重和报道出来的差不多高(体现在事后对过去数值的报道中),以致相应产生了更高的美元比重。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

海外中央银行有动力购买美元,一种途径就是打压金价。国家不会受威胁,但会以撤走军事保护为威胁。最早在20世纪60年代,除了德国,这还适用于在安全政策上非常依赖美国的日本、中国台湾这样的国家和地区。其他国家也有可能出于军事动机,在美式和平的理念下,追求可预见范围内的安全和贸易。

超级大国,即使不完美,但能抑制争端。就像在幼儿园、学校、日常生活中、部落里那样,也同样适用于国家间。20世纪前半叶欧洲的大规模战争和穆斯林世界的宗教冲突开始预示对于和平相对高的标准,近几十年的世界和平,是世界范围内经济繁荣的前提。美国人这样做不是因为无私,不是作为公正的法官而参与军事行动,而是抓住结束东西冷战的机会为国际权力的进一步发展努力,这一点基本没有任何改变。

近期,世界上的中央银行具体决定储备数量也没有任何意义了。对于德国,其与美国安全政策的关系在20世纪60年代末被很好地记录了下来,其他国家也类似;剩下的国家至少明白它们在供养美国军队。但是最近,不管它们是有意地参与"美式和平",还是经过一个历史过程达到现在的状态,都不重要。总的来说,世界上的国家甘愿维持现在的秩序,最重要的基石是它们的中央银行,它们保有国际上的美国国债(以美元为交易手段的国际贸易发展——"石油美元"——在本主题下只起到间接作用)。

这里对"美式和平"的评价,很重要的一点是其他国家在维持现状的前提下自愿参与、自愿决定外汇储备。虽然这对黄金的作用很有限,但对于决定性的问题,是否投资美元以及投资多少很重要。自愿的前提是知情,至少对于专业人员如此,即使公布的基本要点是另一种样子("美国的消费者拉动了世界经济")。20世纪70年代以来的基本事实是,与黄金脱钩和形成以美元为对象的外汇储备来供养美国军队服务。[1] 单方面做出帝国主义的评价解释力太弱,因为这种融资不是基于军事威胁(至少没有证据说明,

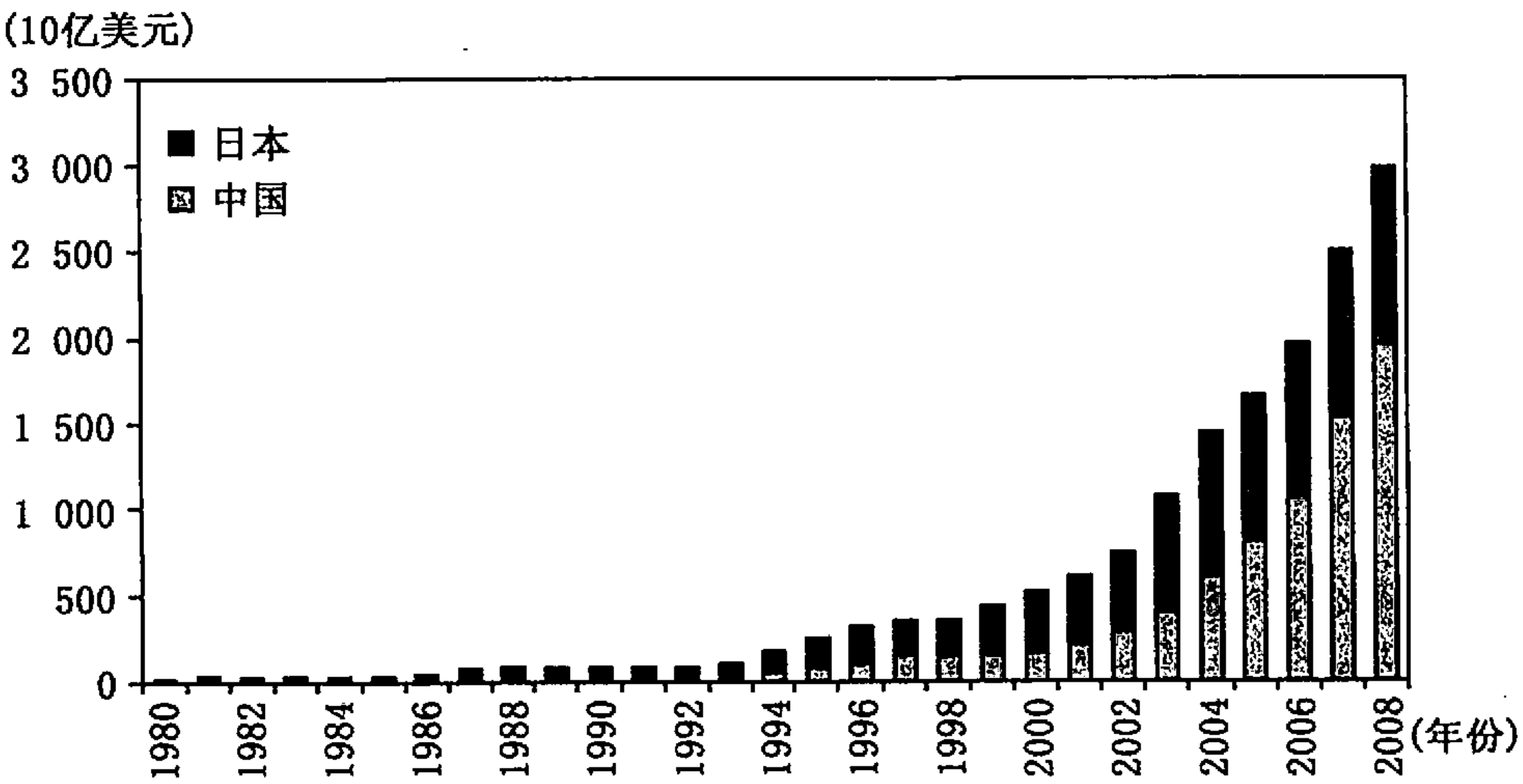
[1] Hudson, Michael: "Super Imperialism—The Economic Strategy of American Empire", New York. 1972, http://michael-Hudson.com/books/superimperialism.pdf.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假使中国为美国经常项目赤字少提供 10 亿美元，美国就会轰炸中国）。另外人们必须把整体看成相继做出决定的过程。

与(不断变化的)动机无关，20 世纪 70 年代初废除金本位和海外中央银行美元外汇储备的增长与供养美国军队关系密切。这不仅发生在海外，也发生在(可贬值的)本国货币上。在国内美国人也在不知不觉中付出代价，因为现在他们不能避免经常项目赤字的负面影响。持续高估的美元汇率削弱了本国工业，而且海外中央银行自愿购买债券提高了负债。

1993 年以来的打压金价是 20 世纪 60 年代末就存在的体系的一部分，为贸易赤字和美式和平提供资金，稳定美元，让没有任何后盾的美元在对外贸易中得到以前黄金(或白银)的地位。我们要指出如今的储备规模，图 66 就显示了日本和中国的中央银行外汇储备(“外汇储备金”的描述并不准确，因为储备金只满足很小的一部分；长久以来存在全球性的金融机制)，引人注目的是，曲线 1993 年之后开始爬升，那是系统干预黄金的开始。



来源：日本大藏省、中国国家外汇管理局。

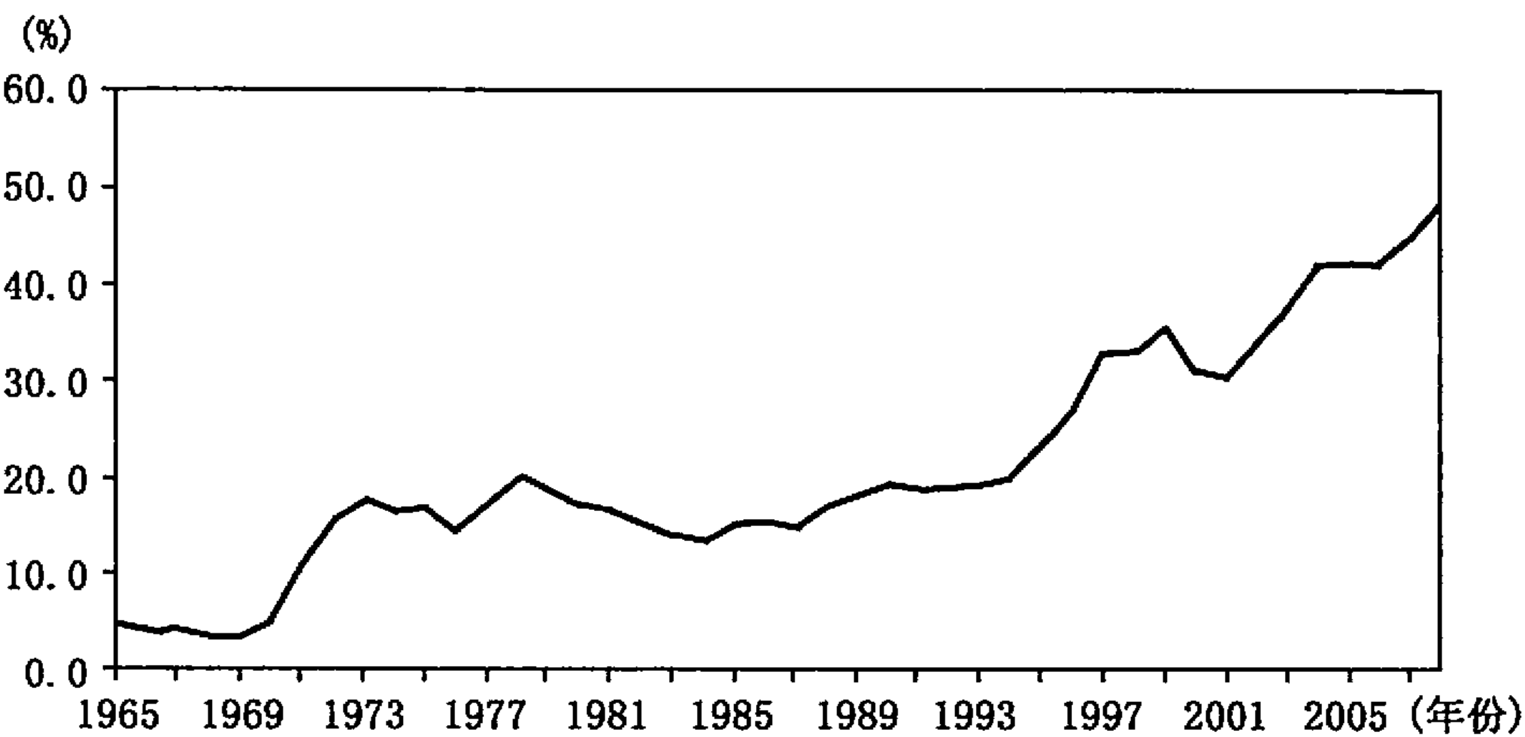
图 66　日本和中国的外汇储备金

参与国直接且主要的动机是资助本国出口工业，这种资助十分昂贵，数额巨大到可以自行决定汇率。中国人民银行自己就拥有 2 万亿美元储备，主要由美元构成。如果它想用这些钱做什么，就必须承担明显的汇率损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当前汇率和没有采取外汇行动而产生的汇率之间的差异，也就是损失，是实际的资助，也是应该扣除的。这些不反映在中央银行的资产负债表中，因为它自己决定汇率。

中国人民银行买入美元，不仅资助了本国的出口工业，也资助了美国的消费者，不过首先是支持美国能够以更低的价格再融资，承担全世界范围内的赤字，因为其他中央银行乐于为此提供资金。可以在全球的信用和货币创造环境下观察该过程，中国陷入两难境地，因为它是依赖于贷方的债主，要为贷方继续提供资金，以使它的债务转让不至于失去价值。美国人长久以来依赖于中国人购买他们的国债，因此他们不能对有损美国工业的中方出口补贴采取措施（通过关税）。今天难以置信的美元储备规模，大约始于德国中央银行行长 1967 年的承诺！图 67 表明其他国家越来越倾向于持有美国国债。



来源：美国财政部。

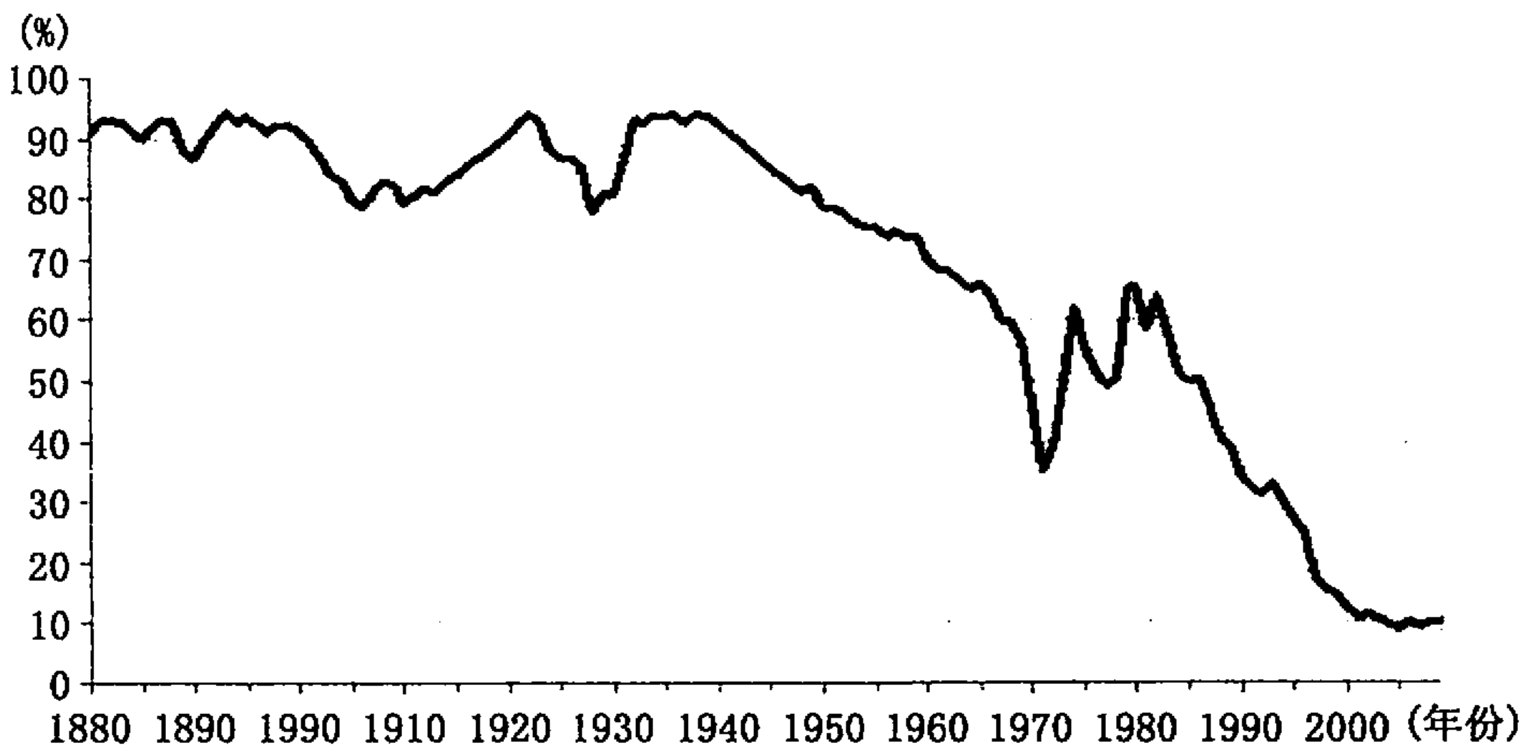
图 67　1965 年以来美国国债海外持有者的比重

我们看到，外国人尤其是海外中央银行在美国国债持有者中占多么大的比重，20 世纪 60 年代这个比重还贴近边线，随后在 70 年代初，即美元与黄金脱钩之后明显上升。与此后 20 年间海外比重在 20%以下形成鲜明对比的是，该值从 90 年代中期急速上升，最后达到接近 50%。两次上升都和黄金有关，第一次是由于海外中央银行不能用美元兑换黄金；第二次好像是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为人为地打压金价使得人们偏爱美元。外国人,尤其是中央银行,购买美国国债与黄金政策密切相关:20 世纪 70 年代,在金本位结束之后,外汇储备首次受到重视,90 年代,基于低迷的黄金价格,外汇比实际情况更加吸引人。1971 年和 1993 年这两个阶段都是由(货币)政策通过降低黄金的重要性(不是通过金价的上升)决定的。我们来看黄金对于中央银行的重要性,以及黄金在全世界范围内中央银行储备中的比重。

19 世纪末,金取代了银的地位并确立了金本位,黄金占所有银行储备的 90%,1950 年占 80%以上;此后便震荡下降(尤其是 20 世纪 70 年代因为金本位废除和随后出现的金价剧烈上涨而震荡)。1993 年,系统的黄金干预开始,比重还在 33%以上(图 68 中的小凹口)。几年之内便降至原来的 1/3,即 10%！这样大幅的下降是黄金干预的结果,因为储备率减少(通过出售),金价同时下降,纸币作为替代品受青睐。



来源:彼得·林德特(Peter Lindert),世界黄金委员会数据库。已插入缺少的数值。

图 68 黄金在全世界范围内中央银行储备中的比重(1880～2009 年)

从 20 世纪 70 年代起,黄金在中央银行那里已不是可用于支付的货币,但还是可选择的储备对象。中央银行持有黄金的比重要远远高于私人投资者,这意味着黄金价格在中央银行领域有更重要的意义。因此,中央银行处于矛盾境地,因为打压金价对于他们来说有两方面的影响:一方面使得黄金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

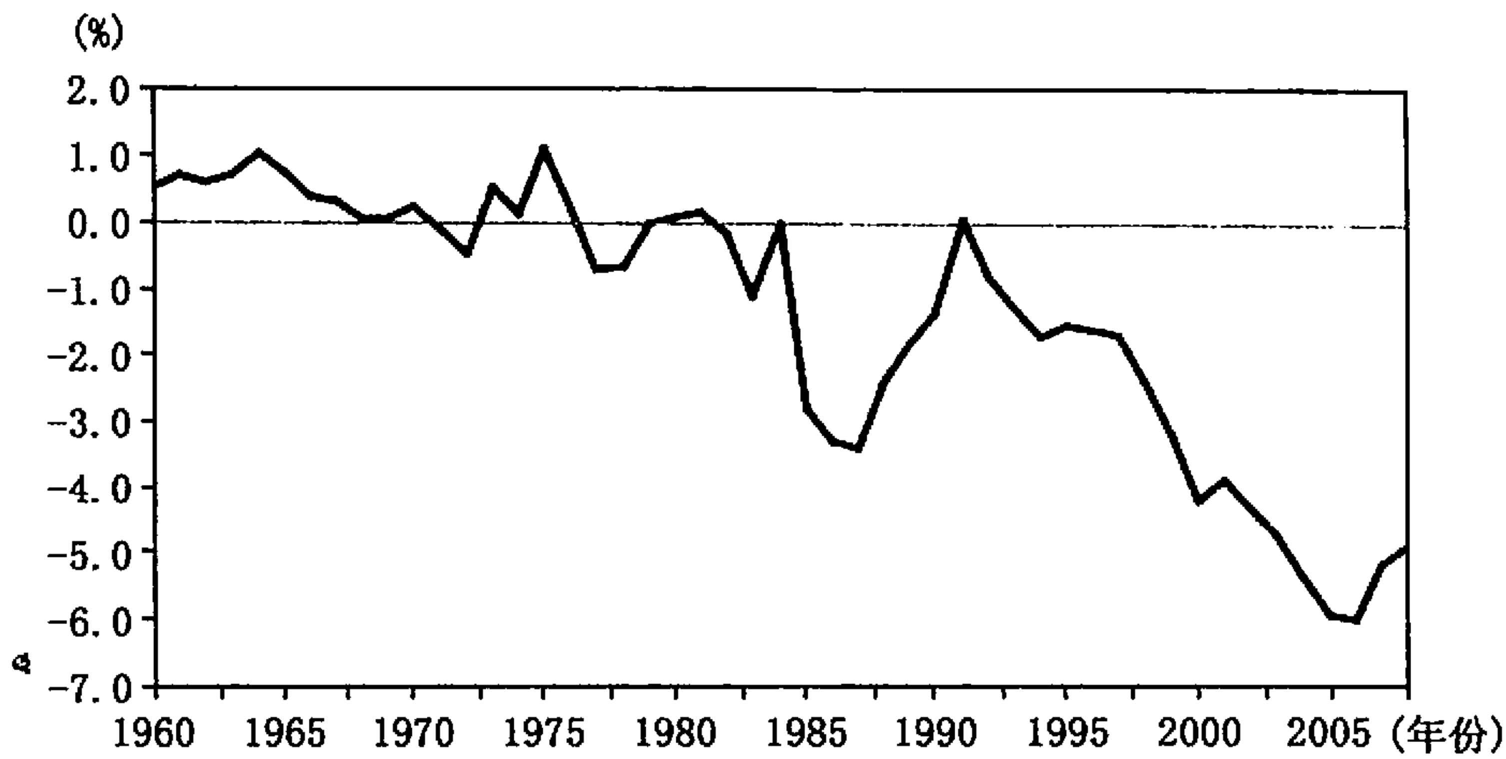
不具吸引力，美元投资更受欢迎，但另一方面又降低了储备的价值。

德国和其他欧洲国家不同，它先把金价压到很低的水平，直至不再敏感（同时解释了《华盛顿黄金协议》是以欧洲为出发点的）。另外，美国和许多欧洲国家黄金的比重比其他国家，尤其是比亚洲国家高很多，美、德、法、意四国拥有约70%的黄金，其他国家的中央银行将外汇投资于有高额黄金储备的国家不是偶然现象。以亚洲国家为例，它们虽然持有很高的外汇储备，但没有谁持有它们的货币（除了日本占有较低的份额以外）。有很多重要的原因使得中央银行不能完全舍弃黄金。格林斯潘说过，黄金不管在什么情况下都是被人们接受的，而外汇可能因为政治、金融或者军事的原因而变得一文不值。中央银行作为货币和贷款的最后把关者，通过占有黄金使它们的储备不受损失。如果不是它们，那应该是谁持有硬通货？反过来，它们又首先是持有本国货币作为储备对象的中央银行。不过在正常时期，黄金也能够赢得人们的信任，它是很有意义的投资对象，因为它和美元的行为恰恰相反。

实体经济中巨大外汇储备累积的结果就是美国经常项目赤字不断增长。这里首先隐含着贸易逆差，也伴随着20世纪70年代末以来，黄金重要性下降的时期，有意实行浮动的外贸赤字政策。20世纪90年代中期以来，通过干预使黄金不再那么有吸引力的做法有助于借助海外银行为赤字融资，也有助于美元走高，美元的汇率对美国的工业来说有过高的趋势。“强势美元政策”和打压金价导致美国消费市场饱和，产出很少。人们很清楚地看到，20世纪90年代中期以来，美国的经常项目赤字是怎样达到一个新水平的，对这样一个大国前所未有。

美国与其他国家的主要区别，是它从20世纪90年代中期以来在金融框架中的特殊作用，即利用压低的金价推高美元，增加对美国国债的需求（尤其是中央银行），而低利率又导致金融市场泡沫、过度消费和经常项目赤字。史上从未有这么高的经常项目赤字水平，其他有相似情况的国家大多通过危机被迫修正，但这个市场却一直在运行，但也在寻找平衡，并修正之前政治社会的畸形发展。美国最近也在减少经常项目赤字（见图69），最主要的原因是2008年的金融危机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来源:经济分析局。

图 69　美国经常项目赤字

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个满是泡沫的神奇世界

20 世纪 60 年代，人们还几乎无法想象经济泡沫的发展，但那时，经济泡沫其实就已经出现了。以今天的眼光看，人们当时并没有纠正那些微小的畸形。但是，最大的畸形并不在外贸领域，而是存在于持续增长的负债中，所以我们现在应该转向负债领域了。债务永远只是硬币的一面，每一项债务都包含借方和贷方。债权和债务是相互对应的。债务、债权以及信贷这个比较中性的词，其实讲的都是一回事儿，但每一个概念的内涵又存在些许不同。当我们谈到负债的时候，我们还会强调还息。一国负债增多的时候，财政部部长们都会抱怨。因为负债增多意味着，在接下来的一年里，他们必须花费更多的精力筹措资金还息。还息是沉重的负担：对个人来说，还息意味着跌入巨大不幸的深渊；从宏观经济角度看，借方面临的问题则要大得多。

因为每份债权都包含要求偿债的权力，就是指有在市场上引起商品需求、引发通货膨胀的潜力。但同时也包含索债无效，也就是会有亏损的危险，会引起一系列需求缩水的连锁反应，最终导致通货紧缩、经济崩溃。这两种现象，即通货膨胀引起的货币贬值或者通货紧缩引发的经济崩溃，对经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济都极具威胁性。它们就像是国民经济的影子，会伴随着国民经济的发展而出现，而债权也会出现。自宏观经济层面出现债权，并在社会上占据重要意义时起，就会有这些问题。全球发展历史中曾经有数以千计与这两个影子的影响相关的案例，历史上曾经产生过债权拉动的经济泡沫，并最终破灭，导致经济萧条、经济危机或者经济完全崩溃。在所有的货币问题和信贷问题中，泡沫经济是唯一至今仍未解决的，也是唯一一个无法彻底解决的问题，但人们可以改善它。因此，了解债权拉动的泡沫经济，是经济学最重要的问题。

当艾伦·格林斯潘 1987 年就任美联储主席时，他恰巧正是最高管理当局中自由经济的重要支持者。那时，他是某个机构的主席，而在 1966 年发表的一篇文章中他坚决反对该机构的存在。[1] 有惊喜的人生总是好的。1966 年，他主张通过紧接着发生的衰退来定期削减过度增长的信贷。如今，他恰好领导着一个机构，要避免衰退，并以此促进信贷增长。每次出现危机时，他都会提供充足的偿付能力（人们甚至称之为格林斯潘对策），大力倡导与自己之前完全对立的观点，在现实政治中寻找及时的解决方案。

当格林斯潘 1987 年就任美联储主席时，他正支持一项紧缩的货币政策，他是唯一认识到股市上有泡沫的人，他的同事和由 200 位专家组成的顾问团队当时对此一无所知。他指出，资产价格上涨使人们觉得更加富裕，并造成额外的支出，这最终导致经济过热和货币贬值。格林斯潘因此于 1987 年 9 月实行贴现率三年来的首次上调，以遏制股市进一步上涨。不久之后股市暴跌，这也许是一次令人印象深刻的经历，也是此后与紧缩的货币政策保持距离的一个原因。

当格林斯潘 1987 年就任美联储主席时，美国当时的情况是，在与历史上实体经济（如国内生产总值）的对比之下，美国总体经济的负债相对较高，并且在所有重要人士试图使其减少的努力当中，最多只有一个是原本能成

---

[1] Greenspan, Alan: "Gold and Economic Freedom"，载于：Rand, Ayn: The Objectivist, Bd 5, Nr. 7, 1966. www.goldseiten.de/content/kolumnen/artikel.php? storyid=96。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

功的。他1966年撰文表示,他本来是无法凭一己之力降低信贷水平的。

当格林斯潘1987年就任美联储主席时,他成为该机构的成员,该机构以价格稳定和经济可持续增长为目标,但不限制信贷数额。也许他有限制贷款的想法,也许他仍留恋20世纪60年代关于降低过高贷款金额必要性的思考,1987年,他是唯一一个主张提高贴现率然后实施的人。但他的观点却始终围绕着由此产生的通货膨胀威胁,总是优先考虑货币价值稳定、经济增长,然后也许还有国家债务的减少,却从不优先考虑减少其他经济领域的债务。

当格林斯潘1987年就任美联储主席时,仍保持对金本位制的青睐。1966年他撰文发表的论点清晰、成熟,在1981年和1998年,他同样对金本位制表示支持。然而,他似乎将重心从贷款额转移到了货币价值的稳定性上。[1] 几年之内人们不会轻易放弃这一坚定的立场,但当时他也不能违反政策来实行金本位制。

当格林斯潘1987年就任美联储主席时,泡沫就已经出现,全社会处在债权转型中。格林斯潘当时是该机构的成员,以他的权力本来无法限制甚至减少债权总量。情况几乎相反,如果继续实施美联储的目标,即价格稳定和经济可持续增长,而非限制债权,完美泡沫就会出现。也就是说,这些目标是通过持续扩大对价格(暂时)无影响的债权量来促进增长的。自20世纪90年代起一直都是这样:经济增长、高就业率、物价稳定、资产增加,就像天堂一样。这个天堂是个假象吗?因为债权量增加,会给未来可能出现的问题埋下隐患。但是,让我们首先来看看,经济泡沫究竟是如何发生作用的。

信贷资金创造的泡沫源自于信贷融资购买。让我们仔细观察一下这个购买过程:您账户上有10万欧元,想买一套价值20万欧元的房子。从两方面考虑,您(未来的买方)和未来的卖方,一共有30万欧元的资产。现在您去银行借了10万欧元并买了那套房子,那么现在双方的资产负债表如下:

---

[1] *Time Magazine*, vom 5. Oktober, 1981, All That Talk About Gold http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,921073,00.htm.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

您占有一套价值 20 万欧元的房子，并欠了 10 万欧元的债务，除去债务您的资产为 10 万欧元。现在卖方的账户上有 20 万欧元。因此双方的总资产重新达到 30 万欧元。这是期望值，因为新价值没有被创造出来。

这是对一项个案的静态研究，然而现实世界是动态的，并且有很多个别情况发生。所以，让我们来重新观察信贷融资购买过程：首先，贷款使购买成为可能，如果没有贷款，购买就无法实现。信贷融资本身创造了需求，根据供求规律，额外的需求只会提高价格。虽然在个别情况下和静态研究中，买卖之前双方的总资产同样多，但在这样一个动态的世界里，许多信贷融资购买都在发生变化。实际上，信贷融资购买会导致价格水平提高。

如果一个地区有许多人贷款买房，那么物价就会上涨。他们的做法实际上没有改变，贷款是价格上涨的唯一原因。

价格上涨对资产负债表意味着什么？假设房子的价值由于周围大量信贷融资购买从 20 万欧元涨到 30 万欧元。除去债务您还有 20 万欧元的资产，卖家的账户上也仍然有 20 万欧元。[1] 此时双方总资产多达 40 万欧元！额外的贷款使得额外的购买成为可能。在这个例子中，购买引起了资产增值 10 万欧元，却不用任何人动一根手指去生产真正的东西。在信贷融资泡沫中，额外的信贷购买会导致资产价格水平上涨。在一个动态进程中，整个信贷融资的结果是，参与者账户中的资本增加，但他们什么价值也没创造。他们感觉自己变得更富裕了，但事实上什么都没有改变。[2]

因此我们面临一个决策问题：账户反映的不是现实世界！仅通过融资，总资产就从 30 万欧元变成了 40 万欧元。这要是在实体经济中，就已经生产出些什么了，例如很可能房子面积会扩大一半。但是，现在的问题不在于现实中什么也没被创造出来，因为资本经营的盈利在国民经济和企业管理方面也有意义。信贷融资泡沫的问题是，所有参与者都变得更富裕了，也就

---

〔1〕 为了说明泡沫的作用机制，这里做了最大限度的简化。看上去肯定相关的利率（指数函数）在泡沫产生方面只起次要作用。

〔2〕 也存在非信贷催生的泡沫，即不通过信用购买，而是通过社会大变革产生，引发对某些特定商品的抢购。这里对这种泡沫不做讨论，因为它们的财务影响源于社会大变革。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是说，一个地方产生利润的同时，另一个地方不会有亏损。但是，如果所有的参与者仅通过记账过程来变富，那么一项权威的决策依据将会受到影响。因为价格上涨所带来的收益虽然也入账，但当经济情况发生实际变化时，它就没有基础了。它唯一的基础仅仅是信贷融资购买本身。

在泡沫经济中，信贷融资购买提高了价格水平，并制造了财富增加的假象，其实这只显示在账户数字上，而非现实中，这使得同时期的市场监督力量失效。如果单纯的记账像真正的生产活动一样，在决策依据方面引起相同的变化，那么市场可能就再无效率。能使自身盈利的信贷融资购买本质上就是幻影的创造者，除非当系统中另外地方的一笔贷款被归还，从而使信贷总额不会增加(或者仅与经济增长相适应)。

盈利的假象导致市场失灵，这使得信贷融资成为一个没有被立即纠正、而是像连锁体系那样推迟纠正的过程。经济史上有许多这样的例子，信贷融资泡沫首先会带来繁荣，之后被令人心痛的价格回落和经济衰退纠正过来。这种纠正可能早在泡沫开始之后一年就出现，通常持续几年甚至几十年。历史上，如果国家干预无法防止它发生，这个纠正过程就会出现。

该纠正过程的特点是，逆转之前泡沫出现的过程。上涨的价格回落，同时信贷总量下降。后者以坏账方式出现，即债务人破产。正如泡沫出现时，信用创造所实现的额外购买提高了价格水平，泡沫破灭时，因信贷亏损产生了销售和价格水平的下降(也产生了其他机制，因此在债务人破产之前价格水平就已经降低)。泡沫破灭的同时，之前那种仅仅记录在账户上而非创造出的财富也破灭了。它不仅从账户中，也从人们的头脑中消失，人们感到更加贫穷。最终，是人们自身的求富之心让泡沫出现，又很难接受泡沫破灭的事实。

失灵的不是市场规律，而是效率。市场规律在泡沫经济时期仍然发挥着效用，只是有些迟缓，它在泡沫经济时期引起了各种各样的畸形现象。信贷融资泡沫通常没有独立的意义，它虽能加速发展，但其代价高于价值，因为这期间出现了形形色色的畸形发展(细节都是相似的)。信贷融资泡沫只在很少情况下显示独立的意义，例如地区性价格上涨(如一个封闭海湾的不动产，经由一条海峡向游客开放)。但是，只有当一处信贷量的增加与另一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

处的减少同时出现，也就是结构变革时，或者以经济增长作为基础时，这种情况才会出现，否则最终都会波及整个国民经济。

每当信贷融资泡沫提高了债权量，就会显示出信用创造的特性，即为自己创造利润，而泡沫产生的时候没有这种效果。泡沫经济常常出现在房地产市场和股市中，也就是在企业里。但是，历史上也有一些泡沫经济，回想起来令人惊讶，例如 17 世纪的郁金香泡沫。泡沫是可以从一个目标跃到下一个的，例如 20 世纪 90 年代末美国技术股的泡沫，就被世纪之交的房地产市场泡沫取代了。信贷融资泡沫可以同时包括几种资产类别，如 20 世纪 80 年代末日本的房地产、股票，或最终扩大到整个国民经济。

信贷融资泡沫会自己产生利润，由此产生一个典型的泡沫现象，即泡沫能够自己增加，在即将破灭的时候加速。条件是：通过增值，与对象相关的债务减少——至少账户上是如此。在上面例子中，不动产最初价值 20 万欧元，借贷了 10 万欧元。价格水平上涨后，该房价值 30 万欧元，但债务始终为 10 万欧元。该不动产最初借贷了 50%，后来变成仅 33.33%。

现在，一个买家想要买一个这样的或者与之类似的房子，在贷款率同样为 50%的条件下，要接受 15 万欧元的贷款，并促使价格水平再次提高。这样形成一个循环，自谋利的购买通过信用创造相辅相成，并不断提高价格水平。图 70 显示了信贷融资的股市泡沫中这种自增强的循环。由于该作用机制增加的只是账户里的数额，而非实际金额，典型的信贷融资泡沫一段时间之后就会破灭。

简短地回顾一下黄金套息交易：它引发了历史上首次倒置的泡沫（见图 71）。黄金套息交易泡沫循环恰好与普通泡沫循环相反：人们借贷和出售黄金——在传统的泡沫中，人们借贷的是货币，购买的是其他东西（如不动产）。增加的供应量会导致金价下降——在传统的泡沫中，增长的需求会导致价格上升。金价下降导致黄金借贷者仅凭出售借贷的黄金就能获利——在传统的泡沫中，价格的增长使高利贷者获利。该利润又使更多黄金成功借出，促使泡沫循环运行——相应的，在传统的泡沫中，货币被重新借出。

倒置的泡沫刚好是传统泡沫的镜像。20 世纪 90 年代由于黄金套息交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

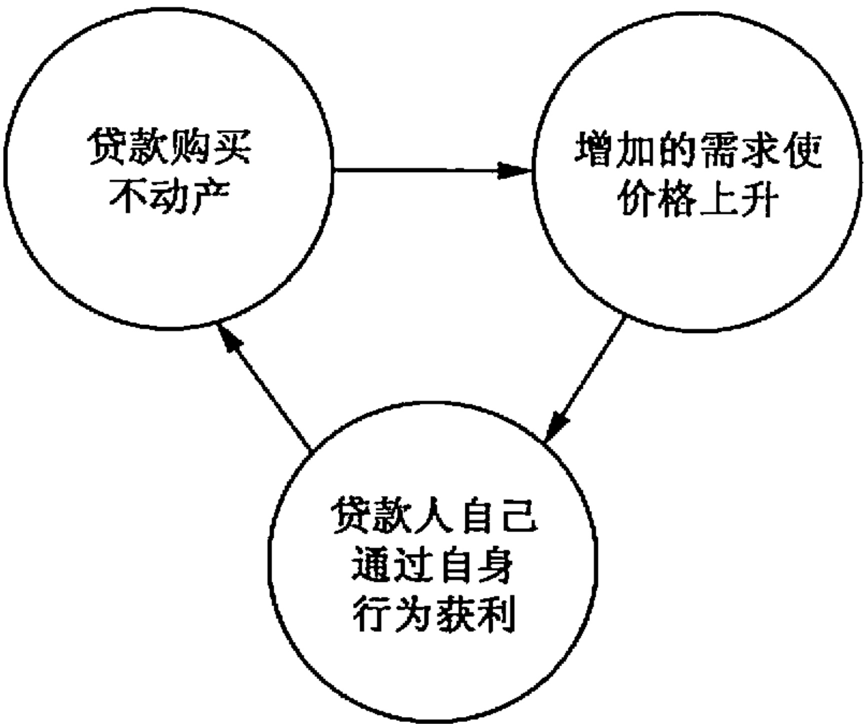


图 70　传统的信贷泡沫

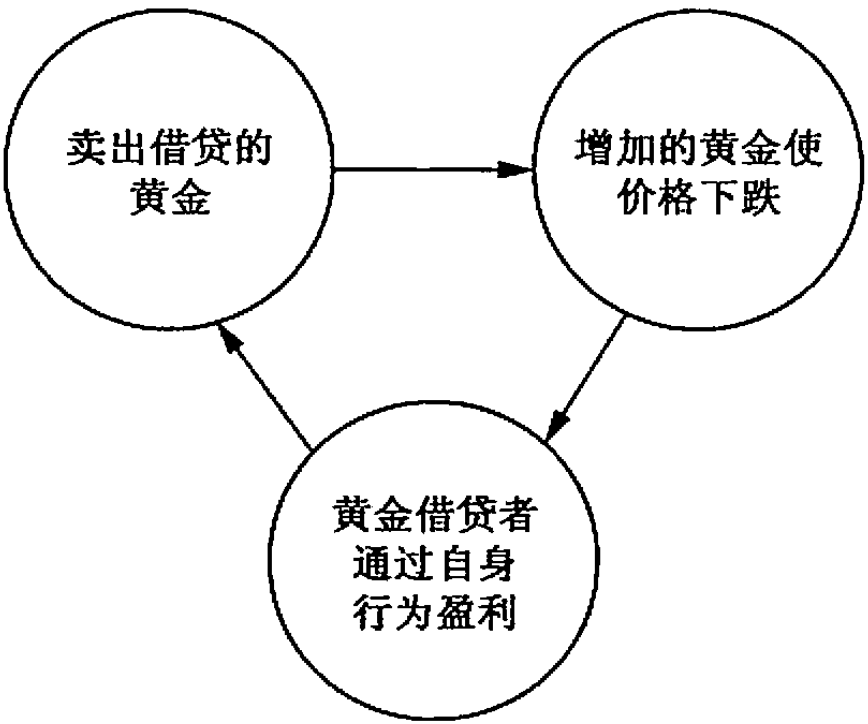


图 71　历史上首次出现倒置的泡沫

易(总的说来就是通过黄金借贷),只要人们关注商品(不是关注货币或者单一股票)的价格泡沫(大多数情况如此)就会发现,史上首次出现了倒置的泡沫。其前提是商品的大量存货,就像黄金存储量是年使用量的好多倍。另一个前提是,20 世纪 80 年代初金本位废除之后引入黄金借贷。20 世纪 90 年代末第二期黄金干预的背景是不为人知的,我们可以猜测,私人储金银行的利润是主要动机。但当人们注意到有反向的泡沫存在时,过程就容易理解了。20 世纪 90 年代末,金价从 400 美元跌至 250 美元,是事件的“高潮”,金价走势出现“最低点”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从小水泡到巨大的泡沫

传统的信贷融资泡沫是一个自我增长的过程。在信贷泡沫中，例如贷款买股票或者买房，购买者从不断增长的价格中获益。同时，它又引起了额外的需求，使价格上涨，借此使得整个信贷过程有利可图——直到泡沫破裂。经济历史上充满着这样的泡沫，1635 年荷兰郁金香泡沫，1720 年密西西比和南海泡沫，1760 年普鲁士泡沫，1835 年美国的土地潮以及十年后德国的铁路潮。这些例子几乎可以一直举下去，在古希腊罗马和古代中国就存在泡沫。只要有发达的市场，并且允许承诺支付，就会有泡沫，其雏形甚至存在于没有发达市场的社会中（北美的印第安部落彼此赠送的东西越来越丰富，直到这些东西不能再好了，泡沫就破了。这些泡沫不是建立在需求的基础上，而是建立在互赠礼物的习俗中，这一习俗是需求的雏形）。

泡沫存在于有贵金属货币、金本位和用纸币支付的社会中，泡沫的产生只需要人们求富的愿望以及支付时使用债权。尽管国家在泡沫产生时往往扮演着重要的角色，但泡沫的产生从本质上来说是个经济现象；它的产生不需要本国货币。

这里有个例子可以很好地说明，仅在承诺支付的基础上就能产生信贷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融资泡沫。在20世纪80年代初的科威特，除了主交易所，建立在新规定基础上的前身为骆驼市场的地方成为股票交易的场所(这种现象并不少见)，那些在世界范围内看来微不足道的本地企业在那里交易。1982年，那里出现了惊人的泡沫，人们大多用未到期的支票来购买股票。股票卖方不将支票递交给银行，而是交易者之间彼此信任。这一行为可在个别情况下起作用，在朋友或者商业伙伴之间的友谊是信任的信号。但是如果很多人都使用这种方式，这将成为一个动态的过程，并且价格迅速上扬。

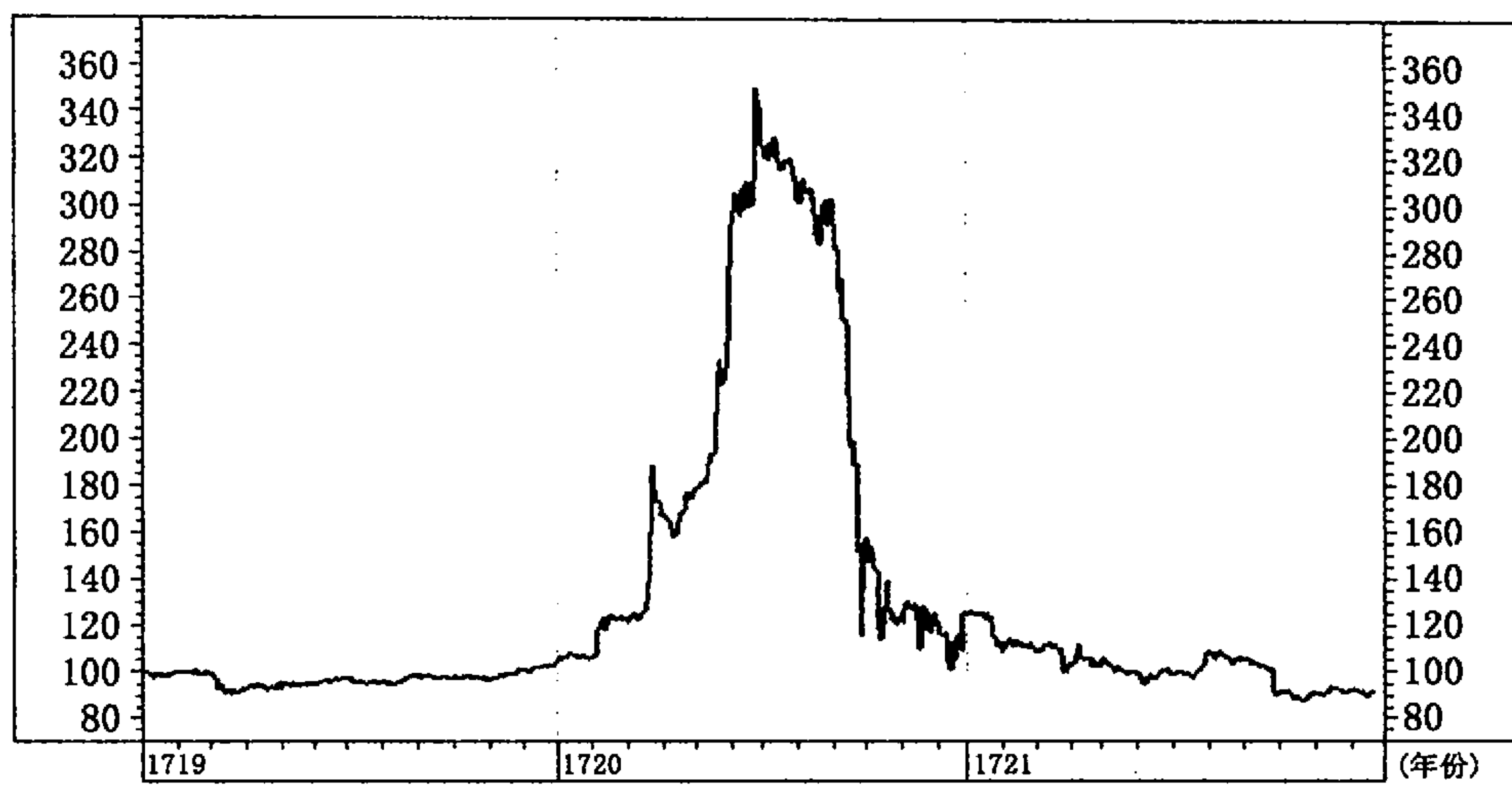
越来越多开具的支票未递交给银行，而股票上涨，购买者盈利，并且总是可以用新的支票购买股票。股票上涨得如此之快，使得支票的隐含利息每年上涨约100%(因为卖方希望得到与失去的利润相符合的补偿)。在泡沫的最高点，科威特的骆驼市场上所有小企业股票的总值仅次于纽约和东京，是世界第三大交易所。紧接着，泡沫破裂了(事实上这也不是真正的破裂，是因为缺少需求，交易就停止了)，交易所消失了，科威特陷入经济衰退。这个例子不仅说明，泡沫可以单单产生于买主支付承诺的基础上，也说明了如果失去信任，通过连锁反应整个系统就可能崩溃(这与2008年世界金融危机在全球范围内产生的影响类似)。

在发展程度更高的市场也存在着泡沫。20世纪80年代，日本经历了一场信贷融资泡沫，泡沫首先出现在股票市场，然后影响房地产市场，直到2009年日本也未从中恢复过来。1720年英国的南海泡沫是历史上最早的泡沫之一，由于交易所股票的参与，其过程非常值得探究。南海泡沫也显示了，国家和国王是如何推动泡沫的。在其产生之前，议会甚至聪明地提到了“想象中的财富”，这些财富可能会毁灭这个国家，在泡沫之后可能紧接着就会产生经济衰退(即使是300年以后的现在，在最近的一次泡沫产生之前，人们就已经知道信贷证券化这样的工具会抬高房地产价格)。我们将在后文中讨论国家在泡沫中的利益以及由国家制造的泡沫。图72显示了由三只英国股票计算出来的股票指数的行情走向。[1]

---

[1] 平衡的连锁指数，每日由英格兰银行、东印度公司和南海联盟重新平衡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来源:拉瑞・尼尔(Larry Neal)的计算。

图 72　1720 年英国南海泡沫

信贷融资泡沫创造账面财富,当泡沫产生的时候,所有的参与者貌似都只有盈利。通常,只有在泡沫破裂时,才能看到必然后果。虽然泡沫源于会计方法,但是它对现实世界产生着影响。在泡沫破裂之后,人们肯定会吸取教训,来避免类似的泡沫(例如 1982 年的科威特泡沫,起因在于开具日期提前的支票,这就让人们意识到禁用日期提前的支票)。虽然有许多可以阻止泡沫产生的规则,但是由于各种各样的原因,总是会出现泡沫。

因此人们想到研究在泡沫破裂时,如何避免或者至少缓和因此产生的危机和经济衰退。约翰・劳(John Law,1671～1729)和约翰・M. 凯恩斯(John M. Keynes,1883～1946)等经济学家想到,通过对应的措施来控制泡沫破裂时的价格下跌。这些措施包括:提供贷款、增加货币供应和增加国家需求。这个观点实际上就是阻止或者至少减弱消费品的价格下跌(通货紧缩),但是首先要避免债务带来的连锁反应,这样可以避免或者至少缓和经济衰退。

国家机构可以将一些坏账归到自己的账下,这样可以避免连锁反应。国家机构可以提供流动资金,或者增加开支以拉动需求。这些措施可以在需求方面发挥作用,需求不应中断。由于信贷融资泡沫而提高的价格水平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不应下降得太过剧烈，无论如何，需求不应该大幅跳水。自从 20 世纪 50 年代系统地推行这一政策，美国的经济衰退次数就减少了。但是这些措施有一个“结构性”的问题：贷款和流动资金，这些措施归根结底是形成泡沫的原因，这会不会是火上浇油呢？

在泡沫破裂后紧接着发生的信用危机中，需要解决之前多年的错误发展，它不是那种仅仅受当下决策影响的危机。通过贷款来控制信用危机的措施，仅仅是针对现在，它并没有考虑到过去不断积累下来的债务的影响。这些措施仅关注流量以及变化量（如贷款的增加或者减少），却没有注意存量（如积累的信贷量）。

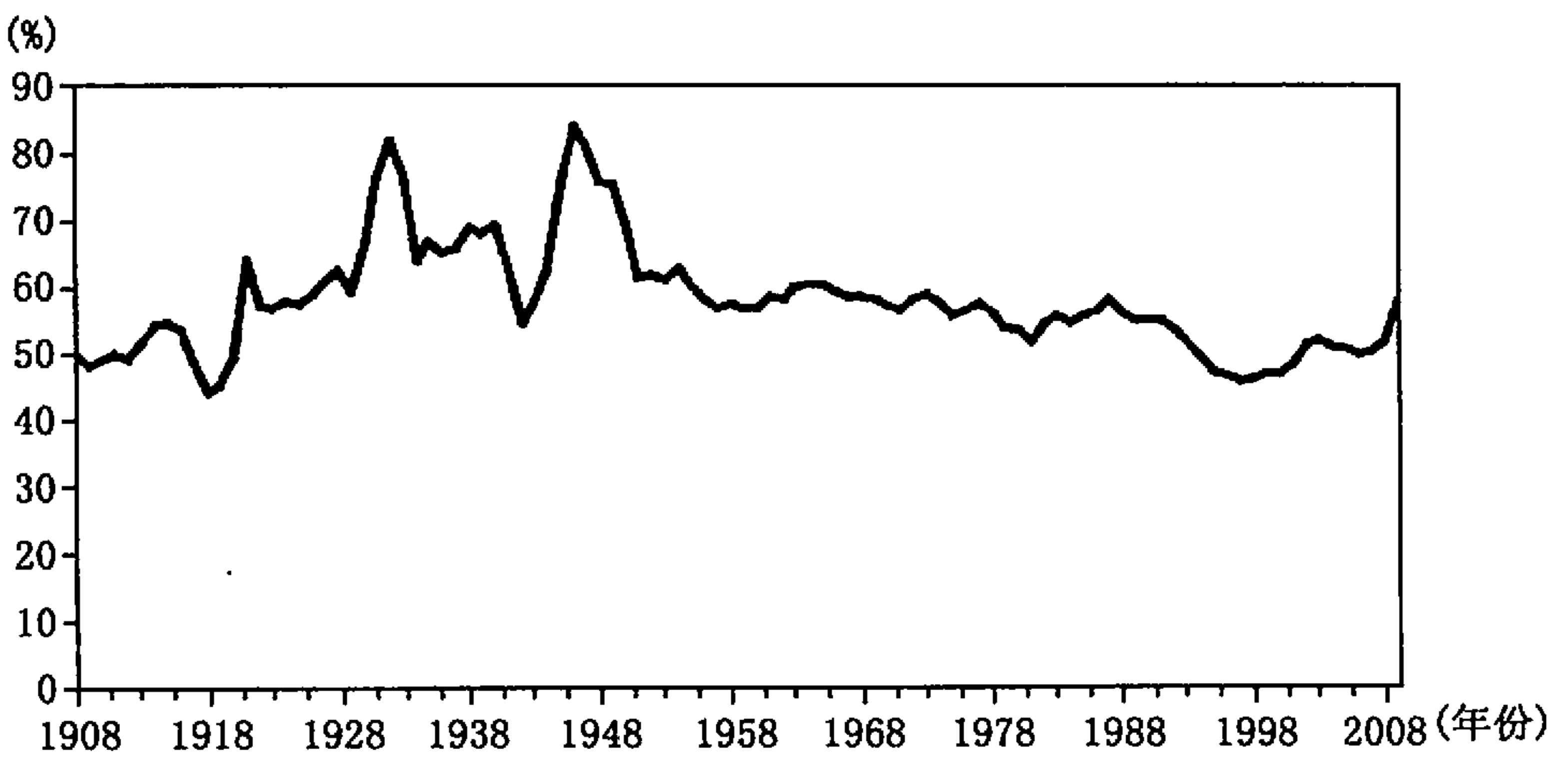
如何对付泡沫，有两种完全相反的经济学观点。已经提到的一种观点关注现在和变化量。这种观点认为，可通过国家干预，接管信贷从而阻止经济衰退，这不会对未来产生巨大的不利影响，这种观点在当今明显处于统治地位。另一个观点认为，国家干预阻碍了市场自我修正的过程，贷款数量持续增加，今后只会带来更加严重的危机，这种观点的代表是“奥地利学派”（意为这个观点源于奥地利经济学家）。

美联储主席艾伦・格林斯潘在他 1966 年的文章中也是这一看法，他描写了 1913 年美联储成立和 1914 年第一次世界大战开始之前金本位制下的经济发展。“修正阶段很短暂，经济很快又有了进一步膨胀的基础，但是治疗过程被错误地看作是疾病。经济干涉主义者称，银行储备金的缺乏引起经济萧条，那我们为什么不能向银行提供额外储备金，这样银行储备就永远也不会紧缺？”当产生一个泡沫时，通过一段不长的时间进行修正。如果能有规律地采取行动，就不会产生更大的泡沫。格林斯潘认为，经济干涉主义者想要阻止的衰退，是一个“治疗过程”，是解决之前错误发展的过程。这篇文章认为避免大量贷款，即避免信贷融资泡沫的产生是一个重要目标，对此格林斯潘首先建议建立（更好的）金本位制。关于金本位制的作用机制，他写道：“它限制新企业的融资，要求债务人改善其利润处境之后才能获得新的贷款，以扩大经营。”贷款的发展应该与实际发展保持一致，而不能超过实际的需求。在他的文章中，格林斯潘明确主张严格限制贷款增加。如果一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次限制尚不能成功，那么就要迅速采取进一步的措施。[1]

那么在金本位废除 40 年后的今天，情况又是怎样的呢？在人们开始用贷款和流动资金对付经济衰退几十年后的今天，在国家自身负债已达几十年之久的今天，情况又是怎样的呢？我们首先来看看货币供应量，即一个狭义的负债量。这里仅观察用于支付的负债量，即短时间内可支配的债务（"钱"）。图 73 显示了从 1908 年起，美国货币供应量 M2 与国内生产总值的比例。



来源：罗伯特・戈登（Robert Gordon），FRED。

图 73　美国货币供应量 M2 与国内生产总值的比例

实际上，两者之间的比例非常稳定。这一个时间段内，发生了两次世界大战以及同样耗资巨大的冷战，20 世纪 30 年代伴有经济崩溃的世界经济危机和 70 年代严重的通货膨胀。当然这条曲线也有波动，主要是在世界经济危机和第二次世界大战期间，总的来说，波动是非常小的，取消金本位也没有引起很大的波动。尽管在这 100 年中，存在严重的货币贬值和高通货膨胀率的阶段，但随后通货膨胀率下降到较低水平，恢复了稳定。经济发展良好，衰退也不是很严重。总的来说，人们可以对此感到满意，除了一些通

---

[1] 他的建议同时无意地指明了，对于未偿还的欠款水平不存在市场平衡，而是依赖于政治框架（例如他建议的金本位细节规则）。一个经济体的所有债务是否占国内生产总值的 100%或者 150%，鉴于债务的价格效应，这不是市场的问题，而是政策的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货膨胀的时期，货币供应量与实体经济国内生产总值之比基本上和 100 年前的水平持平。

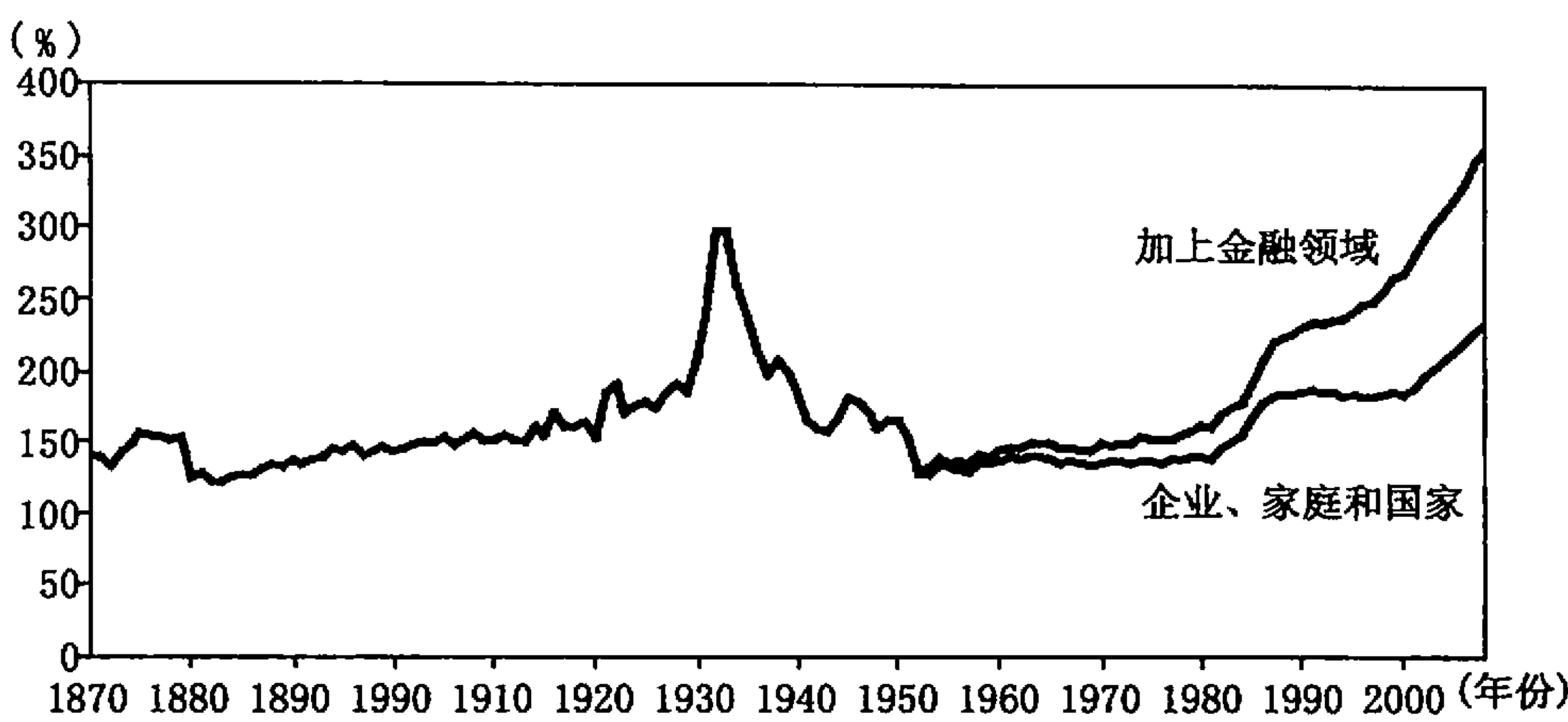
这样看来，人们可以稳定地继续前行，就好像没有过去 100 多年发生那么多事情一样。限制货币供应量的机制，从绝对数角度看发挥的作用虽然只能说差强人意，但是对于名义经济实力来说已经足够了，原因之一是中央银行的相对独立性，这使得国家很难直接通过“印刷”钱币来支出。相对于他们在古代中国的前辈，这肯定是现在纸币本位制的创举。在古代中国，马可·波罗第一次描述的纸币本位制，在 14 世纪变成了一场迅速恶化的通货膨胀，因为纸币负担了许多国家开支，虽然当时的理论家也知道这个问题。这里，我们就可以看到进步。

然而，这里也有一个问题，关注货币供应量是否就足够了。因为不在流通中、处于储备状态的债权也是潜在的货币，也可以在市场中引起潜在需求。在实际中，它很可能很快地转换为可流通的货币。因此，很多债权在产生时就在市场上购置了商品(通常是房产等投资对象)，进而提高了价格水平。此外，一方的债权肯定是另一方的债务，需要还本付息。因此，我们也要关注债务量。通过贷款来应付信贷危机的方法，以及经常出现由国家负债的结果是贷款增加。图 74 显示 1870 年以来美国所有经济部门——国家、家庭和企业——的债务数量，仍然是与经济实力之比，区别于包括金融领域的债务量。可惜没有准确的官方数字，特别是对难以分离的金融领域负债会重复计算，因此，实际的数值应该处于两条线之间。[1]

我们可以在 150%处看到一条分界线。在这个分界线以下，看似可以稳定地保持这个水平(当然在这个分界线以下也可以看到不断的微小增长，因此将 150%这个值作为持续稳定的界限可能太高了)。这一界限两次被超过，一次是第一次世界大战开始到世界经济危机，另一次是 20 世纪 70 年

[1] 有些债务数据，既归属于金融领域，又归属于非金融领域。如果一个企业从银行贷款，自己再筹资，那么这项债务同时出现在企业和金融领域，即使涉及的数额就像企业直接从资本市场融资一样。反过来也存在金融领域的独立债务，例如对房地产项目，人们不能轻易地将金融行业排除在外(这里提到的情况针对德国，但基于国际标准也适用于其他国家)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来源：FED 普查办公室，经济分析局。

图 74　美国全部债务量和国内生产总值之比

代，从 80 年代初期冷战扩大时开始加速，直到现在。

在 20 世纪 20 年代末，泡沫达到最高点时，债务水平在 190%（在泡沫破裂之后的上涨要“归功于”国内生产总值的大幅度减少）。在 20 世纪 30 年代，由于取消很多债务，债务水平迅速下降。账面财富的大幅度下降和经济活动的大幅度减少同时发生。如此大幅度的倒退引发了极端政治思潮（例如德国纳粹主义）的蔓延（这也是第二次世界大战爆发的原因之一）。

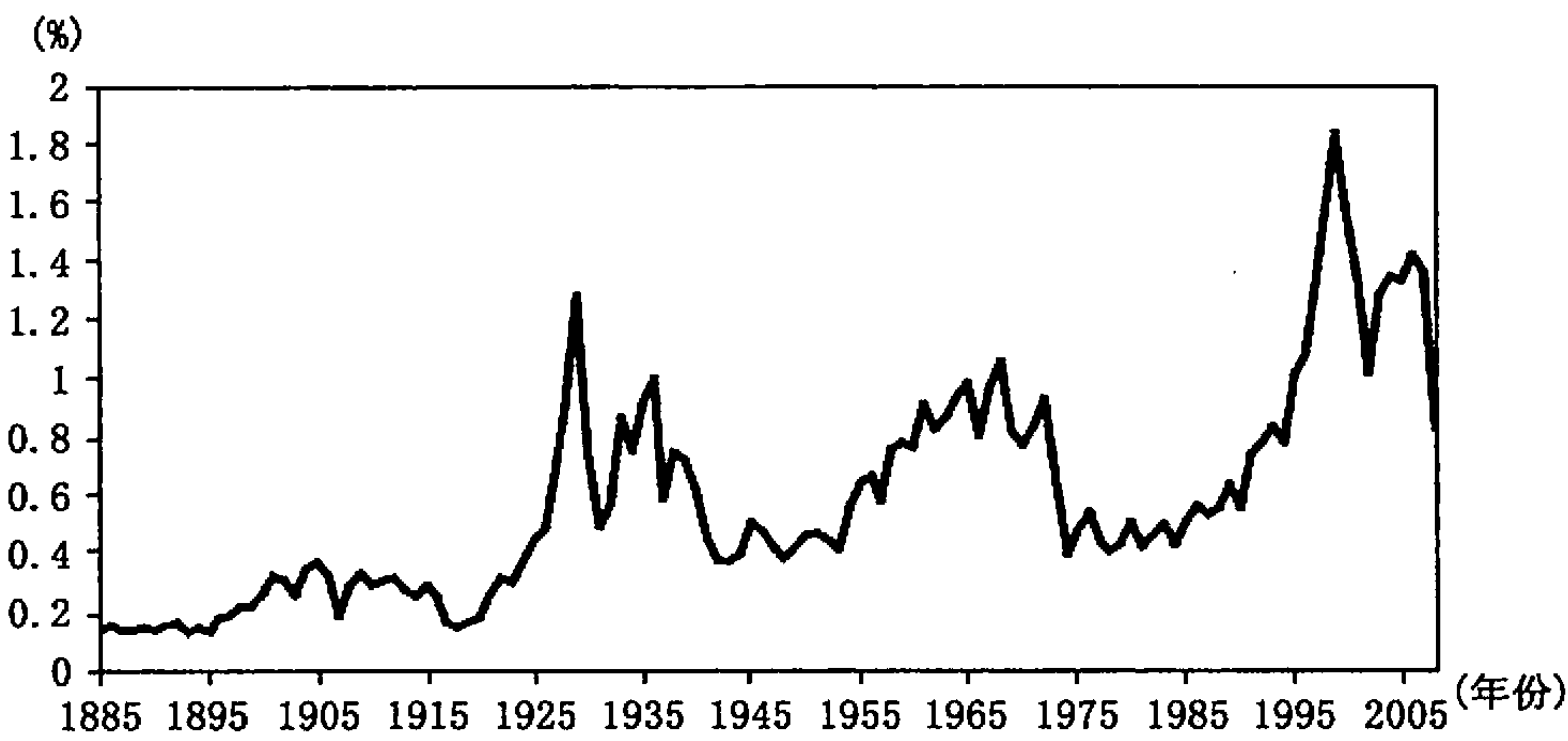
今天，债务总额甚至比 20 世纪 20 年代末还高：占经济产量的 350%，这是历史上罕见的高点（如果不包括金融领域，这个值为 237%）。但是从前景来看，某种程度上可以说是一幅我们通过货币供应量获得经济增长和极少量衰退的正面画卷。如果以经济实力为参照，现在债务水平是 20 世纪 60 年代的两倍以上，那么债务的质量就会下降。相比于祖父母一辈，现在的储户有两倍的存款。有些人会提出反对意见，认为存款的数量并不重要，因为许多债务以本国货币计算。对于这些债务，人们可以简单地使其贬值。如果真的这么简单，那么人们为什么不在负债水平很低的时候就制造通货膨胀，以保持负债水平稳定？如果是这样，最晚在冷战结束的时候人们就可以看到这样的稳定或者回落。但是这并没有出现，相反的，负债水平继续上升（可能是由于觉得自己获得了冷战的胜利而高估了自己）。名义经济水平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长时(包括通货膨胀),很明显,现有的债务(和相关的利息)将由新创造的债务偿还,不断有新的债务产生。我们身陷一系列信贷催生的泡沫之中吗?我们身处一个巨大的泡沫中吗?

我们来仔细看看过去 20 多年贷款的过度增长,研究一下这一过度增长的原因、相伴的情况和后果。贷款的相对增加自然是用贷款控制信贷危机的政策结果,也是国家出于各种目的负债的后果。巨大的泡沫意味着,这个泡沫不像是科威特的骆驼市场那样仅仅涉及有限的市场,而是涉及世界大部分最重要的市场;主要意味着非常高的信贷水平。

当然,巨大的泡沫也符合泡沫形成的特点,美国最近几十年不断增加的贷款量已经说明了这点。在别的国家贷款量也呈增长的趋势,虽然不像美国那样严重,但是也与过去泡沫经济时的水平一致,或者超过了那个水平。人们也会用贷款购买一些东西,至少在信贷融资泡沫的上升时期,这是贷款的目的(这之后,更多的是为了偿还之前的贷款)。财产价格的上涨是泡沫经济的第二个重要特点,最重要的财产价格是房地产和企业的价格。市值——所有股票总价格——的变化显示了企业价值的变化。图 75 显示了 1885 年以来美国上市企业的市值与国内生产总值的比例。



来源:价格安全调查中心(CRSP),美联储。

图 75 美国上市企业的市值与国内生产总值的比例

我们可以看到三个时期,在这三个时期中,企业价值与国家经济实力的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比例远远超过平均值。第一个是在 20 世纪 60 年代，当时美国经济非常多产，并且在国际市场上受青睐。其他两个时期都与泡沫经济有关，一个是在 20 世纪 20 年代末(以及 30 年代)，另一个开始于 20 世纪 90 年代初。考虑到经济生产能力，现在巨大泡沫中的股票价格水平处于最高点，比 20 世纪 20 年代末还要高。在这个过程中上涨的不仅仅是美国股票市值，1990～2000 年，全世界股票的市值与经济实力的比例增加了超过一倍。在这之后，股市虽然有所改善，但是房地产市场又出现明显的上升。总的来说，刚刚过去几年的突出特点，就是明显上涨的财产价格。在股票以及部分房地产市场，全球的发展形势类似。全球范围内惊人的财产价格以及高债务水平清楚地说明，我们正处于一个世界范围的巨大泡沫之中。

这里产生了一个问题，这为谁带来了利润？从根本上说，在泡沫增长期，表面上的利润是很诱人的，因为账面财富增加了。有许多赢家和强大的势力参与催生泡沫，泡沫经济的获利者是指账面财富增多的人，也就是物品的买者和卖者。至少没有明显的输家，只有通过细致的观察才能在泡沫产生过程中识别谁是输家，而不是直到泡沫破裂时才知道。原因与账面财富增长有关，赢家的利润要高于输家的损失。财产(房地产、股票或者花卉等)价值持有者是泡沫产生过程中的直接受益者，在泡沫破裂时也相应承受损失。

在经济繁荣的产业中会形成一些从泡沫中获利的势力，首先要提的是金融行业(银行、保险、股票经纪人公司等)，因为泡沫需要资金支持，需要额外信贷，所属的资本需要管理，所以很典型的现象是，在泡沫膨胀的过程中，金融业也随之成长。目前的巨大泡沫也体现了这一点，金融业在整个经济中的比重明显高于 1980 年的水平。我们比较一下金融业从业人员与所有职员的收入，金融企业与所有企业的市场融资规模，金融行业和所有行业的利润，就可以发现，在当前巨大的经济泡沫达到高峰时，金融的比重高于以往任何一个时期，美国金融业的相对利润是 1980 年以前长年水平的两倍。所以很明显，金融业与经济泡沫之间存在利害关系，并且它不愿看到泡沫破裂，因为一旦破裂，它是损失最多的行业，不仅是绝对值，相对值也是如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时由于它直接参与泡沫经济，因此从历史上看，金融业是首个采取措施阻止经济泡沫破裂的行业，例如通过协调一致的支持性购买或者成立中央银行(历史上被看作银行系统的“后台老板”，拓宽贵金属货币创造和信用创造的严格界限)。

但是在实体经济中也有赢家。例如存在房地产泡沫的情况下，人们建造更多的房屋，这使得工匠、建材生产商或者房产经纪人受益。还有参与繁荣行业的官员、媒体或经济学家，也会受益(以至于使他们的态度有了改变)。泡沫的产生导致一些行业基于单纯会计利润额外投资(“核算错误”)。还有一点很明确，经济泡沫使账面财富总体增长的同时，使所有其他的经济行业受损。

泡沫也引起收入分配结构上的缺陷。当今的时代就像 20 世纪 20 年代末一样，贫富差距急剧扩大。和 20 世纪 60 年代相比，收入分配更加极端化。合理的解释是，信贷规模与国内生产总值(经济生产能力)的比例，是那时的两倍，收入(利息)也有这个趋势。其他价值上涨的财富与此类似，并从中盈利，财产价格的上涨也会带来利润。现在财富分配不均，巨大的经济泡沫使得获利增多，财富分配又使得贫富差距扩大。在具体情况下，差距扩大还有其他原因，但信贷增长是主要原因。

这里必须说明的是，财富不均衡分配在经济上是合理的，因为人们关心激励并据此以及市场的要求自行决定去哪里投资。而且只有在不均衡的分配条件下才能有充足的投资——如果一个百万富翁又得到了 100 万，他差不多全部用于投资；而如果 100 万由1 000个人平分，那么几乎全部都会被消费掉(因此社会主义不是贫富之间的再分配，而是消费资料的再分配，这表现在衰落的房地产和落后的工厂；那里投资太少了)。但是通过信贷催生的泡沫人为拉大贫富差距从经济角度讲也是不公平的。

另一个导致贫富差距拉大的因素，是以牺牲生产收益为代价的结构性转移。当资本的收益增长时，生产性企业的收益以及他们职员的收入相对下降，甚至可以概括为，相比于资本的收益，企业的任务被弱化了。考虑到进一步的错误再分配(例如金融业扩张，或许还有失业率上升)，泡沫就是工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业化国家较低工业增长的原因之一。当然还有其他原因造成了新兴国家的较低收入,以及在美国的例子中,货币在经常项目方面被错误地估值。生产的微薄利润使得一些工业企业加入到金融领域中来("银行附属的汽车制造厂")。

最后,有证据显示,即使相关的联系是多层次的,但失业率上升主要受以下因素影响:贫富差距扩大,生产收益下降和错误的再分配。预计还存在一个具有延时性和迷惑性的结果,那就是信贷经济激励导致长期失业,这又与人们希望达到但仅限于短期的目标对立。

如果泡沫只能带来虚假利润,并且在产生和破裂的时期带来严重的负面影响,那么就存在一个问题,它们为何会产生,为何国家不能或者不愿意避免它们出现,或者说为什么国家推动甚至创造泡沫?泡沫产生的首要原因体现在决策的时刻,因为泡沫的好处占优,负面影响日后才会出现(泡沫破裂时),或者不能直接看出来(例如其他行业的损失),因此存在指向泡沫形成的决策偏好。严格来说,人们只是看决策的时刻,甚至没有任何人损失,因为提高信贷规模只有受益者或者不相关者,只有在这之后,才会出现负面影响和输家,因为信贷数量增多了(这和流量及存量有关)。好处就在眼前,坏处以后才会显现,因此决策扭曲,有利于泡沫的产生。

这种扭曲不仅适用于所有参与者,而且适用于国家。唯有国家可以通过规章(例如禁止日期提前的支票)避免扭曲进而阻止泡沫形成。但是作为组织,国家本身也从泡沫中获益,或者说作为经济主体,它出于自身的原因创造了泡沫。那么国家是怎样从经济泡沫中获利的呢?一方面它可以收取更多的税收,泡沫起初会增加工作岗位和提高价格水平,使得税收收入增长。另外,它可以向虚增的账面财富价值征税,在德国通过资本增值税来完成。国家另一个获利点(例如在选举时)是公民对经济以及他们财富的增长感到满意。因此存在着从泡沫中获利行业的游说,例如金融业。所有这些使得国家允许私有经济中存在泡沫甚至推动泡沫形成。

20 世纪 90 年代中期的股市泡沫就是一个例子(通过黄金干预推动),它增加了税收,降低了国家新形成的负债。接下来的例子是 2008 年金融危

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机发生之前的房地产泡沫，美国社会政策希望，至今没有房产的阶层得到房产，因此国家向他们提供贷款，但他们不能真正偿还贷款，只是通过房价的上涨付息，而房价的上涨正是信贷引起的。国家通过房地产部门这样做，直接或间接推动额外贷款的分配，或者许可信贷衍生金融工具发展。

相关的例子是贷款证券化。许多贷款和有价证券捆绑在一起出售给投资者，债务的转移基本上是不会被拒绝的。与房产抵押贷款不同，在贷款证券化情况下，中介机构从一开始就不负法律责任。这意味着，与普通的银行家不同，决定是否卖出贷款的人只是对出售感兴趣，并且与对借款人的审核无关。因此这种贷款证券化成为经济泡沫最有力的推手。

尽管在 20 世纪 80 年代和 90 年代的美国有足够的例子表明贷款证券化的劣势，并且最后不得不需要国家干预，但是德国还是允许贷款证券化存在，此外，在德国不存在基于其他选择的必然性。德国有谁对这些有价证券进行过度投资呢？是那些在董事会和高级管理层中有很高政治家比例的国有州银行。

因此，国家很大程度上参与了私有经济泡沫的形成。在 2008 年的金融危机中，许多证券化贷款形成坏账。为了避免通货紧缩和经济崩溃，中央银行和国家把私有经济中的坏账记入自己名下。即使大多数政治家表现出好像这是市场失灵，但实际上这是政策失灵(最后还是没有出现市场失灵，也没有导致像飞机坠毁的实物失灵，但是人们会失误。人在经济规律的框架下活动，例如供求规律)。然而这也是中产阶级的失误，因为他们想要泡沫，最终是国家没有采取措施避免泡沫产生。

国家不仅纵容和推动了私有经济信贷融资泡沫产生，它本身也创造泡沫，因为国家也是经济主体并且为支出融资，它受市场规律的制约，决策者和管理者也有人类的弱点。从历史上看，泡沫初期都伴随着战争出现。数世纪的事实表明，通过借贷融资的国家，比通过征税融资的国家更有可能获胜。因此通过借款能够为战争融资，即使随后常常是国家财政被摧毁、银行倒闭、高通货膨胀或者实施货币改革。

国家放贷引起的不是传统意义上的泡沫，因为它购买消费品而非生产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资料。尽管如此，国家还是进行放贷，贷款水平提高。西班牙王位继承战争(1701～1714 年)就是这样一个例子，它让约翰·劳认为应该在欧洲大规模推行纸币。类似的，中国首批纸币于 11 世纪为战争筹款发行。今天的金融体系也是早年战争融资的结果，因为债务是在这之后产生的。

很多人没有意识到，20 世纪的历史很大程度上是关于信贷水平的历史。第一次世界大战需要大量资金，并且主要通过国家借款融资，金本位被废止，因为它的存在使战争融资成为不可能的事情。战后债务继续存在，即使是在战胜国。德国陷入高通货膨胀并且随即发行新的货币，与此同时，战胜国也有它们的信贷问题。这导致了 20 世纪 20 年代的泡沫经济，私有经济中新的贷款一直推高贷款水平，1929 年发生股市大崩盘，紧接着发生全球经济危机，使得希特勒掌权。20 世纪 30 年代，人们通过国家支持项目应对失业(那时确立了今天经济理论的基础)，当时也无法降低一直居高不下的信贷水平。直到 1949 年，德国通过高通货膨胀和货币改革才最终清除了始于 1914 年过高的负债水平！因此降低信贷水平绝非易事，不仅导致经济变革，还会导致政治、社会和军事的变革。

第二次世界大战之后的一个变革就是社会主义的扩张，这导致了伴有武力冲突的冷战，例如在越南。早在 20 世纪 70 年代，东西方的冲突就开始了，这摧毁了国家财政，并引发了 1971 年的美元与黄金脱钩。但是直到冷战后期，也就是 20 世纪 80 年代高战备武装的时候，信贷水平才开始上升。冷战结束后，原东欧联盟国家陷入严重的经济危机和通货膨胀。西方国家的债务不仅仍然存在，本已很高的债务水平甚至又明显上升。20 世纪 90 年代，以国家承担提高的债务水平为基础，私有部门产生经济泡沫，而国家财政相对比较稳定。这和第一次世界大战后的情形很相似，在第一次世界大战以及黄金脱钩带来国家债务水平疯涨之后，私有部门便出现了经济泡沫。今天的巨大经济泡沫有历史先导，我们比之更进一步，更加严重。

国家出现经济泡沫，不仅仅是由于战争这种特殊情况下支出增加，也因为一些持续的支出，特别是现今在福利方面的开支。国家在节约方面存在问题，因为政治家和公务人员向其他人支付。在这种情况下，人们才第一次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意识到要注重成本控制。在福利国家有收买公民(民主的角度讲是选民)的现象,国家承诺更高的养老金、更高的社会支出等,但是却只字不提,它必须在其他方面从公民那里拿走相应的金额。

国家倾向于使用信贷融资的手段,就好像公民不会有额外的负担。为了掩盖公民负担,它利用国家信贷融资效应,即个人不会将其在整体债务中的份额计入自己的账户。公民感到更富裕,而实际情况并非如此。

这里举一个简单的例子来说明国家怎样通过信贷欺骗公民:当国家将养老金提高了100欧元,它就要相应地把这100欧元的负担加于家庭可支配收入上,这将导致不同集团间以真实数额为基础的利益比较。相反的,国家借了100欧元并把它发给退休的人,在账户上,家庭的负担没有加重,而退休人员大多得到了100欧元! 100欧元的借入是由国家入账的,个体不会关心。国家只是创造了信贷,而不能施魔法般的带来商品,所以家庭还是会因为物价贬值背上100欧元的包袱(也许这种效应可以通过额外的进口和经济增长短期内缓和,但是它终究还是存在的)。

为了避免误会,这里不讨论单个的措施,而是决策基础的透明性——也许结果会显示,养老金甚至高于现在国家信贷扭曲决策基础情况下的水平,因为会取消其他地方没有意义的支出。这里列出的最大的一笔支出——福利国家,这也适用于其他领域,如政党和经济部门。在这些方面有各种各样的资助,另一方面也必须得到补偿(最后总是在同一个人/同一个企业那里)。从根本上说,国债会使人们轻易做出开支决定,就好像这些不需要真正支付。因为作为纯粹的会计方法,它没有生产出任何商品,必须在其他地方从公民那里拿走。国债就这样强制进行再分配,在此过程中,偏离了原本的政策目标。这种再分配会给政府和经济带来很高的成本,并因为期望看到的和不期望看到的影响而产生损害。

但是公民也希望被欺骗。我们观察一下欧洲诸多严重的社会问题,一些欧洲国家提高原来比较低的退休年龄,公民感觉自己更富有了,即使账簿上没有显示。人们缺少经济方面的基础知识(政治家和工会领导人也是如此),一些广泛流传的标准被遗弃,人们不关心国家哪里来的额外支出;认为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己有权利要求国家些什么。为了反驳之前的例子，同样具有迷惑性的说法是，真正的支出是为了家庭(也是未来养老金的领取者)。这种广为流传的有关国家的观点，深深地植入了人们心里。近些年人们似乎把“祖国”看成一个能够独立做事的人，就像在儿时，母亲不需要孩子做什么就能挣到食物。心理学上这种观点是可以理解的，我们几年来都是被养育的孩子；实际上这完全把我们引入了歧途。当人们被直接问到，支付应该从哪里来，他们通常会说贷款。如果人们记起没有生产额外的产品，再分配的想法就出现了：在财政内部(军备开支下降，在德国它比社会支出要低得多)或者在社会内部(对财产征税；例如生产资料投资)。总之在国债方面存在公民和国家之间的相互作用，通过国债进行融资不过是一个假象，如果人们是自愿的，就是自欺欺人。

福利国家是个难下定论的话题，人们常从情感和道德的角度进行讨论。人们希望一切都好，很难做一个目前看起来艰难、但长远来有利的决定。这里只讨论决策基础的透明度，国家自身以及其他人不对国家债务融资花招产生错觉。如果没有国债，我们是否会看到一个完全无意义的再分配机制，它(根据各自使用的主要方法)让部分人口享受社会福利，随后又在其他方面让他们自行支付？如果公民充分了解到他们的负担，是否社会援助就会从个体面临厄运时的救助者变成宽泛的蕴含错误激励的钱财挥霍者？如果欧洲工人和消费者要通过提高税收为此埋单，那么欧洲国家还会允许对本国(非出生地)造成压力的、不参与生产的移民入境吗？这里不对个别措施做评价，而是关注透明度。只有存在具体的决策基础，决策过程才能发挥作用，国债欺骗了国民。

国债不直接导致投资市场的泡沫，因为它主要用于消费品消费。它更像是消费品价格助推器，消费在一定程度上“缴了税”。但是它导致信贷增长。历史上可以观察到这种规律(当前的泡沫也是如此)，即在明显的国债扩张的情况下，接下来几年，私有部门就会出现信贷催生的泡沫，基本可以排除偶然的可能(原因可能在于流量和存量之间的共同作用，也就是流通的货币和储蓄状态的货币，以及消费品和生产资料之间的相互作用)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于福利国家想要解决的问题，信贷融资的作用正好与社会政策目标背道而驰。它会延时性地导致泡沫，泡沫又使得贫富差距进一步扩大，就像我们现在观察到的一样。30年前信贷融资性质的善举导致了今天的贫困。就此而言，如果政治家和工会领袖扩大信贷规模，以期达到巩固福利国家、促进经济增长、增加就业的目的，国债是不合理且短视的，它只会导致泡沫、拉大贫富差距，事与愿违。政治家和普通人一样追求眼前的政绩，即使未来的代价更高。显而易见，福利国家的规模比几十年前明显增长，但社会问题也是如此。堕落的天使赶走了魔鬼。

泡沫的另一面仍然能够调动人们的兴趣，就是它不确定但确实存在的特点，关乎对道德层面的影响。泡沫和国债暗示了比实际情形容易达到的融资可能，因为当时不能直接看到相关的代价，这影响了家庭、企业和政府的行为及观点。一切看上去都很容易支付，加剧了各行业的浪费。这也加深了一种观点：国家对一切负责，对传统上的私人事务负责。国债助长了一些基本的社会现象，例如家庭的弱化（家庭经济重要性被削弱了）。还有其他令人沮丧的方面，例如储蓄的贬值，由于泡沫造成的生产性工作收入过低。

根本问题是，泡沫会使实体生产过多还是过少？经验证明，信用创造拉动经济，这源于泡沫经济时期额外的需求和因财产价格提高而在账目上提高的收益率。泡沫的实际作用是导致衰退，归还债务和债务无法偿还使实体经济倒退。现在国家通过干预来避免衰退，但同时也阻碍了债务水平的下降。也许人们要等待当前的巨大泡沫经济周期结束，即债务率下降，融资作用完成。但是现在可以肯定，通过增加债务刺激经济的方法，鉴于现在的债务水平，用武之地越来越少。额外的债务很难触及实体经济，因为人们需要偿还现存的债务。

是否在泡沫经济情形下，人们可以基于会计利润创造真实的财富，这个问题从根本上是值得怀疑的。考虑到分配不均，例如一些特定行业如金融业在泡沫经济中扩张，给其他行业造成负担，人们就必须从弱化的角度出发考虑问题。另外有例子表明，高的经济增长也可以伴随静止甚至缩小的债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务水平(如第二次世界大战后的英国),最终创造财富的不是债务,而是人们自由发挥的精神——顺应趋势而非过于超前。经济、国家和社会中像分配不均这样的因素可能导致这样一种情况:以增加生产为形式的信用创造带来的短期好处将转换成坏处(这既与规模有关又与在分配不均情况下信用创造较低的作用有关,就算它的好处在国民经济总账目中有所反映)。刺激贷款措施的作用有限,在归还贷款时利转化为弊,这两点和分配不均一起说明了,以两次巨大泡沫前后间隔时间来衡量,如果人们不让泡沫产生、不去创造泡沫,或者及早消除小泡沫来避免形成巨大泡沫,那么真正的财富就会比现在更多。

在描述泡沫的产生和消失时,我们的出发点是信用规模增长的同时资本价格也上升,泡沫破裂时两者都下降。而在有国家干预的情况下,这一点就不再适用了。国家干预时,泡沫大多不会完全破裂,而只是在资本价格部分消失。债务量仍然存在,而不是由于债务人无法偿还而消除。所以当提到“泡沫破裂”时,多是指资本价格回落。但是因为债务依然存在,所以破裂是不完全的,它只是看上去消失了(价格下降),但它的诱因仍存在(以攀升的信贷为表现形式)。信贷催生的泡沫的两个最主要特征,即信贷和上涨的价格,提高的信贷水平遗留了下来。

继续存在的债务是(如今世界范围内)一系列泡沫产生的温床。信贷水平提升是导致资本价格上升的局部泡沫的原始动因,泡沫破裂之后,在其他地方又很快催生了新的局部泡沫。在世界范围内,债务继续刺激需求,尤其是拉高资本价格(直到它在巨大泡沫后期使消费品价格出现通货膨胀)。局部泡沫破裂的例子是2000年后的美国市场,那里保持着原来的债务水平,在此基础上房地产市场出现了下一个局部泡沫。局部泡沫中资本价格回落对巨大泡沫的存在没有任何影响,所以说当两个泡沫特征只出现一个时(例如信贷额增长),称其为泡沫也是合理的。[1]

---

[1] 同样适用于只出现“资本价格上涨”的情况,例如在比较时兴的行业,由于社会变革使得资本价格提高;非信贷催生的泡沫这里一笔带过。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们可以将信贷催生的泡沫分为三种，无需严格的界定。第一种是仅产生在私有部门，国家可以容忍并不采取措施避免，通常持续期很短。第二种是国家推动但只在私有部门存在。第三种是国家本身催生的，有了国家的干预，泡沫可能非常大。所有三种泡沫都导致虚幻的财富，人们觉得更富有了，而实际没有相应创造那么多财富。债务总规模与国内生产总值比值的曲线上扬就可以说明这一点。另外，国债作为特例，是独立的欺骗工具，因为它让国民感觉不到他们承担着整个社会的债务。

因为在决策阶段，泡沫的好处占上风，所以产生了泡沫。决策基础的扭曲和所有参与者有关：家庭、企业、金融行业和国家。只有到泡沫破裂时，账面上的虚幻财富才消失。这种破裂伴随着衰退，较大泡沫导致的经济衰退，能轻易地让经济生产能力下降 1/4 甚至更多。只有在债务水平与国内生产总值相比处于一个较低并且稳定的水平时，才算清除了泡沫，这个过程可能会持续很多年并且伴随着经济危机。如果衰退严重，政治变革家(法西斯主义者、计划官僚主义者、崇尚法律者)就可能掌权，并把未来债务和泡沫的萌芽置于军备支出方面。但是在泡沫期间已经出现了各种形式的扭曲，例如分配不均，通过加重其他行业的负担来促进经济特定行业、国家和社会的发展，但是金融领域、出现泡沫的行业(例如房地产业)、军事和福利社会也膨胀了。

泡沫的负面作用是巨大的，但人类是理性的动物，也许将来拥有了丰富知识之后，能够在对抗催生泡沫的众多势力时，避免泡沫产生，限制它，或者让泡沫基本不出现。因此看清价值转移载体的两面性是值得的，这也使我们拥有更好的基础，来思考当前巨大经济泡沫的出路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货币还是贷款

“要钱还是要命!”银行劫匪总是喊着这样一句话,而他们得到的却只是贷款。因为现在的纸币就是一种贷款,我们也称作信用货币。它具有两面性:一方负债;另一方获得债权。只有少数例外,例如黄金升值中央银行分红,只有这个时候产生了钱而没有产生负债。否则我们现在的货币仅仅是与债务相对应产生的债权。

为此,再看一下贷款购买固定资产的例子吧:泡沫总是随着它的不断发展而逐渐呈现出来。在这个例子中,您贷款 10 万欧元来买房,成交后,您拥有 10 万欧元的负债,而卖方拥有 10 万欧元的存款。这种方式额外创造了 10 万欧元,以卖方对银行的债权和银行对买方的债权的形式存在。尽管一方债权的产生,便导致另一方债务的产生,但是这整个过程并非是中性的。拥有存款的一方具有支付能力,能够(轻易地)影响市场价格从而控制需求。

这 10 万欧元便是系统中额外增加的债权,是额外的“钱”。一般来说,钱就是这样产生的,这并不是我们平常所说的具体的“钱”。这里不是指(人们想象的具体意义上的钱)银行出借的 10 万欧元由其他获得这笔钱的人再

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存入银行，不是仅仅再次转移而已[1]，这是创造出来的钱。只有当债务方还清债务后（真的是通过自己的流动收入或者自己的实际资产偿还，不能通过新的负债），整个系统的总债务额才不会增加。

这个系统显得不太合理，债权只是表示得到了相应的另外一种债权，而它们根本没有权利获得金银之类的实物。尽管如此，系统仍然能够正常运转，因为银行和中央系统都有规章来限制产生新债权（否则它们将瞬间变得毫无价值）。此外，市场中已确认的法定支付方式的债权本身是具有价值的。

人们可以简化地设想：例如在用白银支付的时代，采用委托银行保管银的存单支付也是同等有效的。当然，采用值得信赖的银行存款支付（通过“转账”或者“支票”）也是同样有效的。后来人们定义，“1 美元”需要含有“1 克银”；再后来，人们取消了金属与货币的联系，这便是我们现在的信用货币体系。从此货币只是代表债权，一项债权对应一项负债。现金，例如纸币代表着债权，银行体系使它们匿名化，更加安全和易于转换。

上面只介绍了债权，以及它的数量和价值，接下来是关于债权的期限、利率、流动性、偿还能力以及债务方的类型等。我们也看重一些有重要意义的因素，尝试关注对金融形势和经济泡沫重要的因素，同时我们也观察它们对实体经济和货币稳定的影响。而详细的货币历史、货币的产生和定义，特别是客观的和法律上的定义，以及对以前货币系统的赞扬，都不是我们关注的范围。我们只是着眼于市场中对债权产生影响的经济因素和能够创造需求的因素。

评价债权产品的标准是其价格的稳定性。如果一位储蓄者现在能用积蓄购买和一年前相比等量的货物，那么货币保持了“稳定”。购买力的微小下降是可以容忍的，因为储户能够得到利息补偿。如此看来，一切都显得很正常。但是事物都有两面性，债务的数量怎么样了呢？如我们看到的，20 世纪 70 年代以来，美国的债务量与经济实力的比值翻了一番，是国内生产

---

〔1〕 存款人的钱最后还是在银行作为额外的（可使用的）余额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总值的 350%(包括金融业)。

如果债权数量翻番,债权的质量是否一定受到影响?这里并不只是指货币随着时间贬值(40 多年来货币价值明显减少了),而是指债权的总量。40 年前,人们可以用一定数量的债权购买一定数量的产品,今天我们需要更多的债权才能够购买同样多的产品。此外,相比于经济实力,债权的数量翻了一番!在债权领域,货币贬值这个话题发生了明显的变化。现行的评价债权的标准为其价格的稳定性,只是对单个储户而言,只是指一种债权的价值。这完全忽略了储户持有的债权总量翻了一番!这清楚地适用于价格变化和经济增长方面,也就是说,在债权领域发生了实质性的变化。

如果债务翻番,即使它不反映货币贬值的幅度,也不可能再购买同样多的商品了。虽然对某个储户来说,他可以使用债权得到相同数量的消费品,完全不受债务与国内生产总值比值是 150%还是 300%的影响,但是对所有的储户,这是行不通的!实际经济实力中他们的债权价值减半。此处存在很大的不同,它不急于要求谁承担,因为所有储户不会一下子花光他们的储蓄。然而毫无疑问的是,债务翻倍使得风险增加了。

然而,到底是什么发生变化了呢?怎样做到债务翻番而价格(附带普通的通货膨胀)没有翻倍呢?是货币贬值幅度太小了,至少是相比于债务量的增长太小了吗?过去债务的增长更加剧烈。为了回答这个问题,我们必须考察债权持有人能够利用债权做些什么。形式上看与流量和存量的区别有关,具体说来是与不断用于支付的债权和用于储蓄的债权之间的区别有关。

我们再进一步描述这种区别。房屋卖方获得了 10 万欧元后,可以用它来购买汽车,也可以将它存起来。第一种情况对实体经济中产生需求,第二种情况不会。第一种情况中需求的(微小)上涨会导致商品价格的(微小)上涨,这在第二种情况中不会发生。如果将已有的债权用于储蓄而不支出(转移),那么它就不会对物价产生影响。

价值转移载体(采用此说法是为了通俗易懂,因为它不仅仅指债权,也表示了类似于白银之类的实物货币)总有两面:当人们把它用于支出,我们便称它为“货币”。这个过程叫作“交换”(如果从交换的一方来看,也可以叫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作“支付”)。同样的价值转移载体也可以用于未来的支出,人们把它称为“价值贮藏手段”,这个过程是“储蓄”。这里所指的价值转移载体是同一个载体,用途不同而已。

“价值贮藏手段”或者“流通手段”并不是价值转移载体的物质特性,而是它的用途。当价值转移载体用于支付的时候,我们可以用它把劳动力兑换成生活必需品,它处于经济循环之中。如果将它用在孩子身上,将它存起来,它便会在未来的经济循环中发生作用,而并不对现在需求产生影响,也就不会影响现在的价格。

“价值转移载体”这个总称既能够包含“货币”的概念,也包含所有的长期债权,避免了人为界限的干扰。对于三个重要的货币职能:“流通手段”、“价值贮藏手段”和“价值尺度”,我们这里不涉及价值尺度——原因很简单,因为它并不对货币产生需求。虽然价值尺度是一项职能,但在这方面没有人实际获得了货币。只有当购买某种商品(流通手段)或者储蓄(价值贮藏手段)的时候,才会真正用到价值尺度,除此之外的另两个职能是货币的主要职能。只有当价值需要转移时,例如购买东西或服务(“交换”)或者涉及时间(“储蓄”),才会真正用到货币;当单纯地衡量某种商品的价值时,实际并没有使用货币。

我们没有关注到期日的问题,因为人们可以长年将储蓄放在活期账户里,相反也可以采用十年期贷款的形式进行支付,而将他们的积蓄放在划汇账户上(从总体经济角度来看,如果参数保持一致,交易对方也产生了同样大的投资需求)。我们只关注对经济产生直接影响的因素,这里说的是支付过程。

用于支付的货币,无论是什么形式,都与用于储蓄的货币有着根本区别,因为前者对商品产生现时的需求。基于以上原因,我们关注全面的而不是受限于债权到期日等因素的流通速度。[1] 因为所有的债权最终都会影响需求,所以对于整体考察来讲,恰好将流转率、范围、流通和存量结合在一

〔1〕 另一种说法:周转速度,具有误导性,因为这里是指频率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起，较少关注整体的做法是没有意义的。因此所有货币的流转率（以及“流通速度”）非常重要，而非有限数额货币的流转率。

以每月工资为例，多数工资在当月就被花掉了，一部分被省下来留到年末（圣诞），也就是流转较慢，以此类推，流转率的反面是投资期限。图 76 反映了价值转移载体的两个方面：流通（支付）和储存。

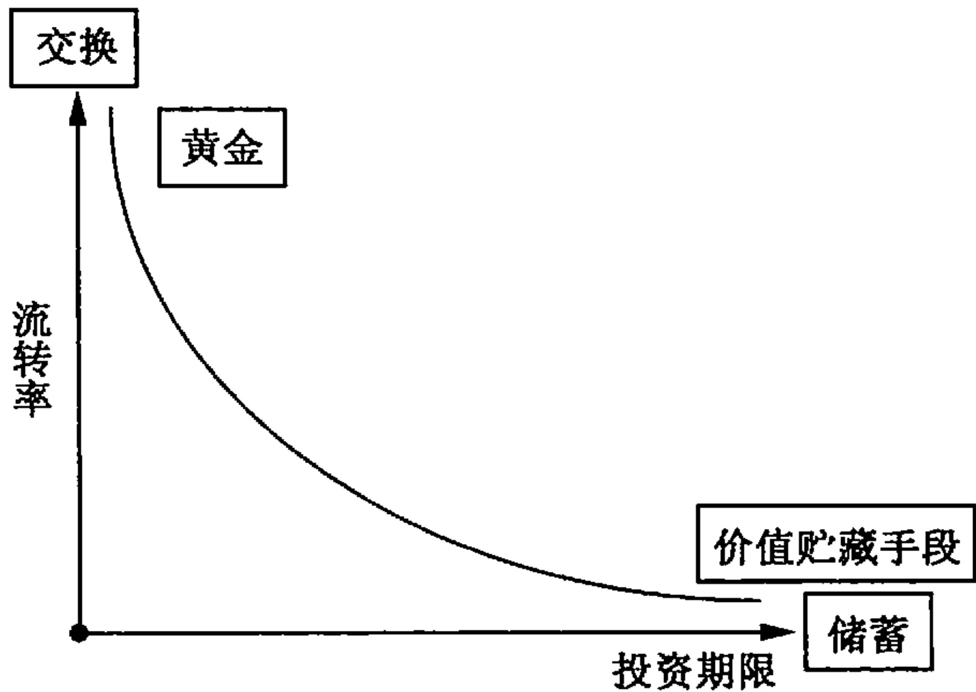


图 76　价值转移载体的两个方面

价值转移载体（如今的货币体系中是指债权）的两个方面根本上和经济相关，它们的核心问题在于是否进行买卖，是否被经营，价格是否上涨，这取决于债权是在市场中流通还是被储蓄起来。其他方面，从到期日到利息再到收益率等，相比之下都是第二位的，我们前面描述泡沫的产生，只涉及用新创造的债权来进行支付。以前黄金流通了近百年，人们用开采出来的黄金支付。现在我们有两种支付方式，一种是我们已有的货币，另一种是新创造出来的货币。

因为支付影响着需求，而需求影响着通货膨胀，所以价格的发展由价值转移载体行使的职能决定，也就是载体位于“支付”（交换）和“存储”两种职能之间的哪个位置，而不是受数量决定。当价值转移载体从流通领域（“货币”）进入投资领域（“价值贮藏手段”），需求下降，通货膨胀减轻。反过来从投资领域进入流通领域，会使物价上涨（另外一个推动物价上涨的过程是前面提到的信贷融资购买）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，基于通货膨胀预期的通货膨胀是非常现实的问题，因为人们决定让价值转移载体行使的职能处于哪个位置，是花掉还是存起来。1993 年 8 月，联邦政府为了通过黄金干预降低通货膨胀预期而设定的机制，是比较有效的。相反的，在超级通货膨胀中可以看到，所有人都在尽力消费，买并不需要的东西，货币贬值让人们放弃储蓄。需求也是消费的影响因素，但人们需要的食物既不会加倍又不能减半，只是因为人们预期价格会上涨或下降。

在 20 世纪七八十年代经济泡沫增长的时候，不仅货币数量增长，货币流通速度也相应下降。只有这样，货币的数量才和经济成果相关增长。货币流通速度的改变被解释为，价格并不只是与货币数量简单地成比例。在此我们要说明，20 世纪 70 年代以来流通速度的变化是怎样依赖于货币增长的。

图 77 将货币分成了用于流通消费的货币(流量)和用于储蓄的货币(存量)。该图主要为了将两种货币形式以图表的形式表示出来，并不明确地说明货币具体在什么时候履行流通职能。基准点是 1965 年，货币总额是当年国内生产总值的 150%，根据流通速度(以及投资期限长短)的不同将 1965 年的货币分组。

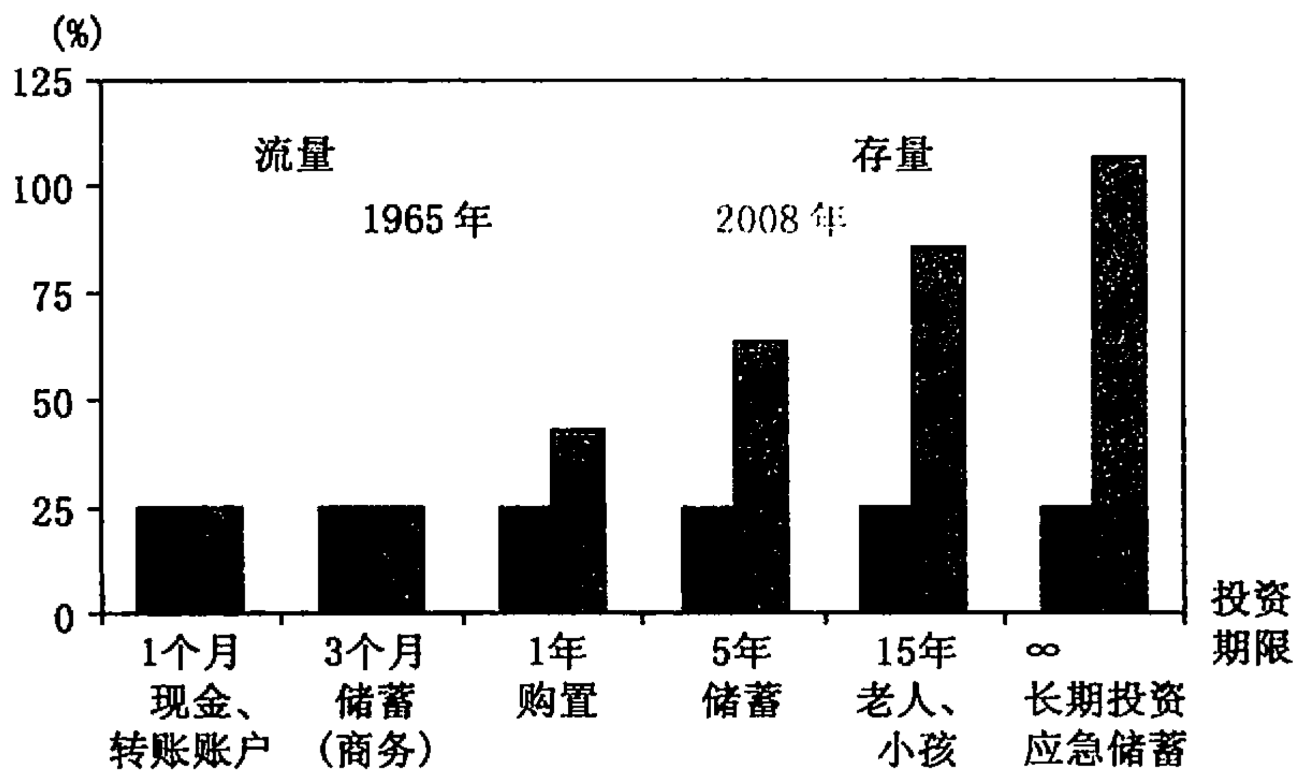


图 77　债权的期限:债权数量与国内生产总值比值

第一组货币数据正好为 1 个月的工资支出(现金、转账账户)，第二组数据为公司 3 个月的支出。这两组数据都属于流量，后面的数据表示家庭

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1 年的支出，以及家庭 5 年的大额支出（例如购买汽车）。最后的两组数据显示了用于养老或者孩子教育的 15 年期存款，或者没有明确目的的长期存款，又或者是应急存款。

与国内生产总值比值为 350%的债权量和这些数额相对，以上分类的出发点是，基于目前的考虑，货币的流量相对于国内生产总值必须为一个恒定的量，接近比较恒定的货币量 M2。前 50%可以归结为前两组，剩下 300%的货币则可以归类到具有储蓄性质的货币中。图 77 旨在表示，现在泡沫形成过程中的存量相对于流通来说增多了。

有充足的理由支持我们关注总货币水平，而不是只关注某些部分（例如国债，其他有限的货币集合），相应也要关注总货币流通速度，而不只是货币量。这对于泡沫产生过程中观察信贷增长也同样适用，因为信贷总可以由信用创造支付，与它的类型无关。经济不断发生改变（例如分配不均，贫富差距扩大），金融市场的结构也在发生变化，因为越来越多的现存信贷需要支付，新的信贷总是用于偿还旧的信贷，并没有投入实体经济当中。考察所有债权的意义也适用于泡沫峰值、破灭和消除（以及分析对债权水平的影响）。

市场中的债权越多，金融市场的风险自然越高，因为市场中的坏账可能也越多。单位信用承担的实体经济能力比原本应承担的小，信用的违约可能性就会上涨。另外，泡沫形成对减债有价格影响，偿债越来越难，显而易见，在这种连锁效应中涉及的信用违约数量更大。债权水平起作用的第四区域，是由它引起的潜在需求。债权增多，潜在需求被迫升高。

正如泡沫产生时人们通过将货币从流通领域转移到储蓄领域来避免通货膨胀一样，债权水平升高使货币从储蓄状态重新回到流通领域，并且影响需求和价格。去除泡沫的过程可以简单看作与泡沫产生相逆的过程，没有典型的泡沫破灭，因为债务并不是通过负债方的破产而失效。从债务的产生过程追溯，随着通货膨胀预期的加剧，储蓄领域的货币又会进入流通领域并且创造出更加严重的通货膨胀。

研究货币存量的影响非常有意义，而现有的研究对总货币水平的关注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很少，在工业国家中，国债是研究的重点。尽管近年来债务水平与国内生产总值的比值一直在上升，而且整个过程并不稳定，但它还始终处于从属定位。人们经常研究发展中国家信用危机的债务水平以及历史性泡沫的债务水平，而且常常是研究信用的一个方面，例如以外币形式存在的国外债务。

有人称，当债务是以本币的形式存在，那么债务水平是不会引发问题的，因为人们可以轻易地使其贬值。但是另一些人认为看上去不是那么容易，因为通货膨胀所引起的债务免除在近 20 年内从未发生过，在大多数国家，与国内生产总值相比，债务都在增长。高额债务总额还产生其他影响（从分配不均到坏账风险），这些影响意义重大，也具有研究价值。

就像大多数研究只限于某个领域的存量（本国的存量，与他国的外币相对）一样，从另一个方面讲又限于把 M2 定义为货币量。即使正确考察数量和存量，也会忽视存量的主要组成部分——长期储蓄。只采用狭义货币数量与不完整的储蓄量错过了核心点，即货币存量和流量的相互转换（见图 78）。

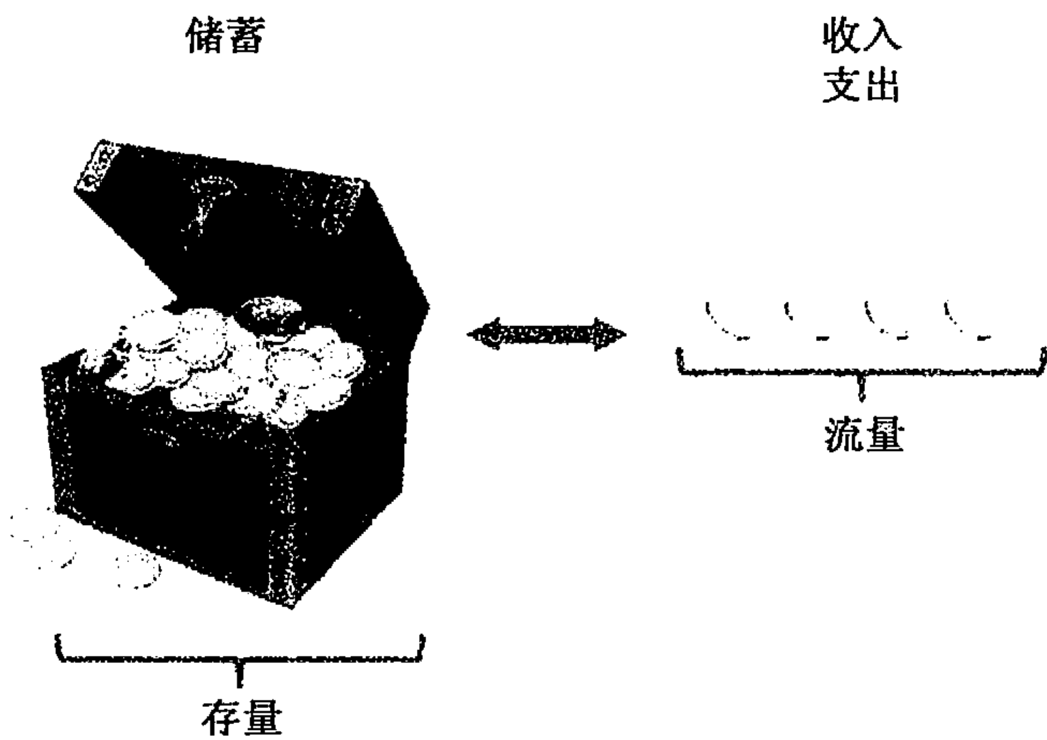


图 78　流量和存量

通过关注狭义货币的总量而非真正债权总量得出的结论是，尽管我们在形式上观察货币（M2）的存量，实际那却是流量，因为货币（M2）相对于国内生产总值来说比剧烈增长的债权总量稳定。由于人们一般采用与流量相互制约的量，因此往往会忽视存量。

在大多数情况下，价格稳定性被视为货币优劣的衡量标准。人们首先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关注通货膨胀，而不是所有货币的数量和其潜在购买力的大小。通过这种方法，人们完全忽视了信贷催生的泡沫的影响，也会片面关注货币贬值（变量而不是存量）。

在观察货币和信用的时候出现了看重变量（信贷增长额）而忽视存量（所有信贷的存量）的趋势，不管是政策中还是正式讨论中都是如此。这种观察方式显然不够全面，变量和总存量都应加以考虑，就像我们观察水库的时候，不仅要考虑水库流出了多少水，也要考虑总水量。同观察水库总水量而非部分水域水量一样，我们要考虑货币总量。即使在实体经济越来越困难的时候，也不能忽视存量。存量和变量不仅相互影响，并且还能产生其他的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未来可能面临的局面

近几十年来，由于信贷额不断增加，人类面临着巨大并且很难解决的问题。为了将时间维度扩展到空间范畴，第一次世界大战中累积的过多债务直到第二次世界大战结束后才有所减少。这几十年间出现过通货膨胀、通货紧缩、经济危机、社会变革、战争和货币改革，都与信贷水平相关。现在的债务更多了，然而未来的世界是不确定的，人们不能互相残杀，因为人与人之间存在很多债务往来。

与此同时，经济出路也是未定的。如果是确定的，那么股市预测将非常简单，我们都将是富人。假如再出现一次通货紧缩或通货膨胀，结果还会和以前一样吗？接下来思考的出发点是债务水平，所有家庭、企业以及国家的债务数量与国内生产总值的比值。[1] 债权越多，通货紧缩引起的经济崩溃、坏账风险就越高。反之，通货膨胀的风险就会越高，因为债权是潜在的需求。此外，如果能够维持价格水平不变，就会相应地增加减债的耗费和持

---

〔1〕 实体经济中的有关值很适合作为衡量标准，因为是由它们来偿付债务。此外它属于流量范畴，与存量规模不同（例如国民经济体的价值），它不受债务水平的直接影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续时间,直到债务达到一个很低的水平。

我们认为,美国是一个负债水平很高的国家。近几年,美国经常项目收支出现高额赤字。在这一点上,美国同之前那些典型的出现危机的国家很相似,例如 20 世纪 90 年代末受到亚洲金融危机影响的那些国家。危机发生之前,这些国家同样都面临着经常项目收支高赤字以及信贷高增长。但美国却是一个特例,因为它负债的货币是本国货币。此外,他国中央银行决定投资美元国债作为外汇储备,也在一定程度上减轻了美国财政赤字,但这并没有从根本上解决问题。

产生这种失衡的根源在于 20 世纪 60 年代,那时人们决定,允许信贷无节制增长、外贸长期赤字,这一决定从未被彻底纠正过。虽然即使没有外贸赤字,一国的国民经济依然可以严重负债,但二者总是密切相关的。这类赤字主要表明一国的消费大于生产,为平衡消费同生产之间的差额,必须给予资金上的支持,比较典型的一种方式就是政府额外举债。

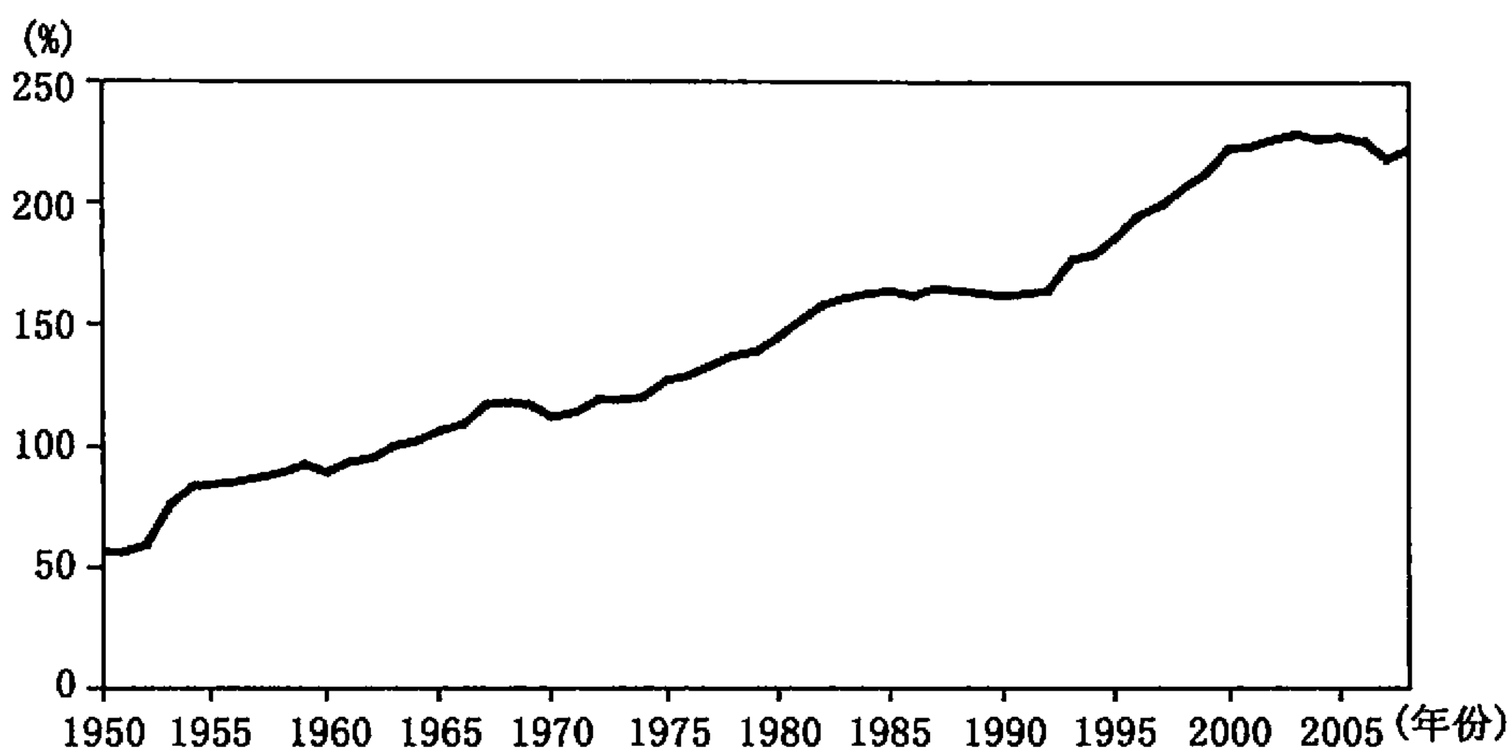
但也有收支平衡的国家,不可避免地也有收支顺差的国家,德国就是其中一员。所以我们看看,1950 年以来,德国的负债额度相对于国内生产总值是怎么发展变化的。这次研究,我们重新把家庭债务、企业债务以及国债考虑在内,但并不包括财政金融领域。[1]

从图 79 中可以看出:德国最新的债务水平是 223%,这已经与美国的债务水平(237%,不包括金融财政领域)处于一个等级。这一数字明显高于过去曾经出现的峰值,那时候人们可能觉得,当时的债务水平(大概位于 100%~150%之间)还未对国民经济造成太大压力。此外,在德国还存在相关信贷额会持续增长的长期趋势,可是人们不能说,这一趋势就一定稳定。20 世纪 90 年代初以来,德国的债务水平增长得最快。这主要是由于德国统一之后,为了尽快重建衰败的民主德国而草率地进行信贷融资。从图 79

〔1〕 德国在金融领域的相对负债规模远远高于美国,因为一些会导致重复计算的银行融资方式在德国更加普遍。如果再算上财政赤字,那么德国的情况和美国相比十分夸张,因此德国的负债水平高于图中表示的,因为金融领域也有独立的负债,而不是仅仅作为中介发挥作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中还可以看出,有四个阶段,一共 7～9 年的时间,德国的债务水平是没有增长的,或者增长幅度很小。这四个阶段分别是 20 世纪 50 年代,1970 年左右,20 世纪 80 年代,还有 2000 年以来。



来源:联邦银行。

图 79　德国债务总规模与国内生产总值之比

还有一点值得注意:即使只是在一段有限的时间内,德国的债务水平还是有可能稳定在一个比较高的水平上,而这种稳定表明,像 20 世纪 30 年代的通货紧缩以及 20 世纪 20 年代的高通货膨胀这些令人害怕的灾难性结果并不一定会出现,但又无法成功做到实质性的偿还,使得要以一种比较温和的方式来消除如今巨大的经济泡沫并非易事,但是我们可以研究一下历史上由于信贷过度而引发的后果。

比较经典的后果就是通货紧缩。按以往的情况看,经济泡沫形成后,一般都会接着出现价格回落、坏账等现象,这些现象的基本机制就是经济泡沫形成的逆向过程。经济泡沫是这样形成的:投机者用新拿到的贷款投资,这样就抬高了其投资产品(房产、股票等)的价格。投机者再用升值了的投资产品继续做抵押,从而得到更多的贷款,这就会引起新一轮的投资,然后循环往复下去。但泡沫终究是要破灭的,因为流量(租金、分红等)并不会随着信贷储备的增长同步增长(因为相对来看,货币贬值程度过低而非过高),所以就会形成落差,不仅在流量方面,在存量上也会产生越来越大的差额。流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量方面，收益（租金、分红等）与票面利息相比是越来越少；存量方面，额外信贷投资对已经抬高的物价水平的推升影响越来越小。

从情况最糟糕的债务人出发，会引发一系列的连锁反应。在泡沫濒临破灭的临界点，即使信贷投资创造了小幅度升值，但如果把亏损算在内，债务方就没有能力为自己的债务付息了。第一批债务人亏损的同时，还会出现少量新的债务人。但情况会变得越来越糟，因为物价降低会把越来越多的债务人逼到放款最高限额，与此同时，放贷额会变得越来越少。因为对于债权方来说，亏损的债务人正面临着财产损失，而且债务人也注意到物价正在下降这一点。账面财富以及账面盈利都消失了，接下来就影响实体经济，会导致更低的流量（租金、分红、盈利等，还有工资），债务人在还息方面也会受到影响。物价回落的趋势也让信贷投资变得没那么有吸引力了，在价格完全回落、经济泡沫破灭之后，信贷额又回到最初的水平，账面财富就这样消失了，经济也随之崩溃了。这就是泡沫形成过程中以及破灭后会发生的状况，就像我们在南海经济泡沫中看到的那样，当然还有其他很多地方也是一样。

泡沫形成之前一般会有大规模的政府举债（或者政府举债会伴随经济泡沫的形成过程），此外，还经常会有金融市场规则的改变，但这些改变并未足够重视预防泡沫形成。[1] 通常情况下，国家可能是泡沫形成的参与者，甚至经常是决定性的泡沫创造者（在这种情况下，预防泡沫形成就会变得非常困难，因为并不存在能够限制国家行为或者把国家拉回理智轨道的力量，但是国家却很有可能限制泡沫产生以及限制市场上经济泡沫形成的规模）。这样就有很多同经济泡沫并行出现的现象非常值得关注，尽管它们是在不同时期不同情况下产生的。

1987 年股市崩盘以及 2008 年的金融危机时就面临类似的通货紧缩威

---

〔1〕 新的规则总是引起自相矛盾的结果。一方面是为了提高安全性，另一方面却引起更多的不安全因素。1982 年的科威特就是如此，新的证券市场规则将“骆驼市场”变为股票市场。这也适用于 2008 年金融危机之前，为了提升银行系统的安全性，通过危险的信用契约来分散风险。新的法律引起泡沫的一个例子是 1720 年南海泡沫。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胁。这两次，虽然价格回落(股市以及房市的价格)在一定程度上得到了限制，但之前并没有加以预防，不过坏账风险很大程度上得到了预防，这样就避免了在坏账后发生的一系列连锁反应，避免走向通货紧缩、经济崩溃。鉴于2008年的债务水平，本应有25%～50%的经济规模衰退，而实际发生的是－5%。如果国家想要预防通货紧缩，那它总是可以做到的。归根结底，在泡沫形成过程中，过度增长的信贷额不会崩溃性地收缩才是最重要的。

国家可以把坏账记到自己的账上，通过这种方式就可以预防债务的减少。2008年，美国采取的就是这样一种方式：当很多房地产买家开始没有能力支付其贷款利息的时候，美国中央银行就把几十亿元的不良债务记到自己的账上，这一举动让美联储的负债扩大到几近爆炸的边缘。

国家还可以明示担保，以此来避免信用支付风险，同时促进生成新贷款。这种情况在2008年也出现了，当时德国联邦总理就对所有银行的私人存款提供担保，这种手段很值得关注，因为它再次增加了信用创造且抬高了物价，这样就又让担保变得没有必要(可能又会产生新的局部经济泡沫或者让巨大的经济泡沫继续扩大)。夸张些讲，政府可以为房地产贷款提供无上限担保，这样，肯定立即会有很多人贷款投资房地产，这样就有可能产生物价泡沫(美国房地产泡沫以及次贷危机，差不多就是这么产生的)。

此外，政府也可以自己放贷，以减税或者发放补助的形式向公民提供贷款。这种情况在2008年也发生过：德国提供环保车购置补贴，这一举措让买车一族尝到了甜头。国家的信用创造不仅可以间接地、还可以直接地在市场中引起有效需求。因为政府可以通过吸收贷款为自己其他方面的支出融资，例如为创造就业而采取的措施等。可是在2008年，几乎没有国家采用过这一方法，因为金融危机本身发展得很快，而无论是这个方法本身，还是国家机构层面，都运作得太慢了(在德国，用于修缮学校的资金甚至在提议几个月后仍然没有到位)。

有了这些各种各样的措施，国家就能避免通货紧缩。从几十年前起，大多数国家就决定遏制通货紧缩的发展，只有几个特例，而且从规模上讲更鲜有例外(与之相反的是，在20世纪，有几个国家陷入了严重的通货膨胀)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但并不能排除未来会出现通货紧缩、经济崩溃的可能，从而将当前巨大泡沫经济的债权水平带回到从前，但这不具有代表性。它归根结底是一项政治决策，如果该项决策试图避免政府额外举债，或者在政治上并未迅速持续地进行干预，通货紧缩就有可能发生（2008 年就非常缺乏这方面的决策，而且只有少数人能够做出决定性的决策，例如美联储主席伯南克，他曾经深入研究了 20 世纪 30 年代初的经济大萧条）。通货紧缩、经济崩溃的好处可能是进行一次突然而又彻底的大清洗，不利之处是可能会导致一定范围内的失业，没有人能对此负责。

但是还有一些其他可以不断影响物价的方法，这主要包括经典的“印钞机”，货币创造，它不会像在信用创造中那样，除了债权之外，还会产生债务。在这种情况下也有几种方法。因为在历史上，“印钞机”现象大多与通货膨胀一同出现，我们应该在那种情况下讨论这种现象，当然它也可以用于抵制通货紧缩。

除了这两点，即针对信贷增加额和货币创造额之外，还有另一个领域。当时泡沫是伴随对双方都有影响的措施出现的，即增加债务，这对流通和储蓄都有影响。最初，黄金干预的主要目的是最终降低通货膨胀预期，促使储户将钱继续留在账户里，而不是出于对通货膨胀的担心而消费，通过这种方式应该能减轻通货膨胀。这个过程当然是可逆的，债权可以从储蓄领域成功进入流通领域，然后在流通流域里引起需求，流通速度的提高也会对物价产生更多影响。

同样的，我们也可以通过与上述方法相反的方法来达到这一目的，就是通过干预降低黄金价格：黄金价格的上涨会抬高人们的通货膨胀预期，从而使储户尽快花掉他们的钱。中央银行可能会希望黄金价格上涨，以便抬高价格水平，抵制通货紧缩，而不用考虑在信贷领域采取措施的缺点。

除了影响黄金价格，人们还曾经讨论过行政程序，目的是促进存储货币的流通。同时，储蓄将受到惩罚，这些程序包括负利率、对存款征税（流通费），以及定期使一部分货币失去价值（这种情况早在中世纪早期就以一种货币税的形式存在）。但是，这些措施也有缺点，而且容易规避（因此没有国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家实施，虽然它看似是一个不错的收入来源）。此外，有多少货币能真正流通，而非直接转入股票或不动产中，这也是一个问题（这一问题存在于所有着眼于流通速度的措施中，同时也存在于提高黄金价格引发的通货膨胀预期中）。由此可见，还存在克服通货紧缩的方法，该方法注重的不是存量（贷款额）而是流量（流通速度）。像前两个领域一样，这一领域也对研究通货膨胀的可能性有着重要意义。

巨大的泡沫经济可能引起的第二个后果是通货膨胀，甚至可能是严重的通货膨胀，自相矛盾的是，这恰恰是通货紧缩典型后果的对立面，原因在于针对通货紧缩威胁采取的措施，由于通货紧缩的本性会不可避免地引起通货膨胀。现在也许有人认为，是可以实现平衡以及限制反通货紧缩措施的，或者紧接着得到相反的效果。为此，这些援助措施之后，各国中央银行会再次从市场中回收“流动性”。过去的经验表明，在小泡沫经济中它有可能实现，但它一直都能够实现吗？或许巨大泡沫经济的巨大债权规模会引发更严重的通货膨胀？

这些债权终究是潜在需求，在美国当前债权水平下，为了简便起见，我们就把这些潜在需求说成 300%，是 20 世纪 60 年代 150%的两倍。为此，我们想对这些领域——市场需求和通货膨胀是如何产生的——从通货膨胀威胁的角度再做一次专门的研究。它们是信用创造和“印钞机”（净值，无债务人），以及存款向流通领域转移（提高各种债权的流通速度）。

在巨大泡沫经济下的贷款中，人们观察发现，自由市场上局部泡沫破灭的结果是信用创造减少，并引发坏账。国家采取大量措施来弥补，将坏账纳入自己的户头（在私人银行部门中延迟注销坏账也有类似的效果）。然而，这仅显示了债务转换的过程，现在市场参与者的账户是良性账户，并且不会再破产了——坏账在国家的户头里，这并非信用创造。在 2008 年局部泡沫的高压下（并且在巨大泡沫经济的情况下），人们观察到，个人和企业信用创造的倒退被国家补贴的信用创造弥补了，所以总体表现为贷款增长。此外，美国决定消除非政府区域的“信贷紧缩”，让个体并首先让企业也能够创建新的信贷，或者至少不会倒退太多。最后极为重要的是，在国民经济中新的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信贷创造了什么？大多数国家的情况都是这样的，首先，我们知道，当前不会因为坏账而导致通货紧缩从而经济崩溃。然而，当时的信贷额只增长了5%，这一结论只涉及了变化量，而忽视了重要的存量、债权水平及其反馈效应。在此之前，我们先来看看通货膨胀的经典著作：从货币创造到“印钞机”理论。

在货币创造中，与信用创造不同的是只产生了价值载体，而增加债务。它执行起来或难（采矿）或易（简单的纸币印刷），我们是按照货币增加的难易度来观察货币创造的。通常情况下，货币增加难度越大，货币价值就越稳定。我们从经典的商品货币开始，商品货币的创造——金、银（如今只在很小的范围内使用），还有以前的贝壳及其同类物——是历史上最早的净创造货币，它来自于矿井开采（有时也是抢劫得来的……）。通常情况下，它受到严格的限制（除了征服美洲后的几个例外），因为采矿的花费非常大。因此，商品货币长期以来一直是合适且稳定的价值载体。尽管赤字严重的国家尝试过各种方法，但商品货币不可能消失，因为在或长或短的历史上，它们的货币一直伴随这种问题。

除了采矿之外，商品领域中还有另一种货币创造的形式。它同样也具有有限性，数量很小，并且它出乎意料，这和各国中央银行黄金储备升值利润的分配有关。如果黄金价格上涨，或者官方将其价格提高，就会出现中央银行能够向国家支付（或花在别的地方）的账面利润。虽然这样的升值比起代价昂贵的开采黄金更容易实施，但它也比单纯的“印钞机”更有局限。由于这一局限性，它排名第二。中央银行黄金的升值可能不久后就会发挥作用，例如，倘若中央银行想要除掉在金融危机中纳入自己账户的坏账。通过黄金增值产生的货币创造利润，是中央银行未来可能对金价增长产生兴趣的原因之一。[1]

现在让我们看看货币创造，它的产生范围以前就很广，现在更是无限

---

[1] 其他的原因主要是资产升值、在通货膨胀环境下的通货膨胀预期——和干预政策开始实施时的主要原因正好相反。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大。历史上，当贵重金属作为货币单位(如今天的货币单位欧元)时，如果其金属含量降低，那么铸币税将对一个国家产生深远影响。成功解决这个问题的诀窍其实非常简单，即将货币单位而非贵金属含量定为度量标准(向统一货币的过渡以及金属稀释都是历史上不可缺少的形式，先有了它们才过渡到如今完全不含贵金属的货币)。国家通过货币贬值为当前的赤字融资，直到三世纪中期罗马货币体系崩溃之前，这种货币贬值越来越频繁地出现在罗马帝国。经过两代人新的货币才有可能建立起来，在这个时期，人们会避免犯过去的错误，几个世纪后该货币体系就稳定了。虽然我们对罗马帝国略知一二，例如它的债务水平很高，但很遗憾，我们没有实际的数据来说明其经济能力和债务水平。

货币质量下降的一种方式是贵金属含量的下降。然而，历史上这一过程通常不是直接表现为货币贬值，而是表现在存款票据("纸币")含金属比例不断减少。400 年来，欧洲使用的纸币起初都是完全由贵金属作为支付保障的。但是由于流通中它的兑付义务逐步变小，直到完全取消。因此，传统的"印钞机"仅铸造无价值的硬币或纸币(也就是说，虽然没有如今的货币信用的创造过程，这样一来，即便影响很小，也会对货币量形成制约)。

货币贬值引发通货膨胀。古希腊、罗马时期，货币贬值仅受限于硬币铸造和原材料的开销，因为全是手工制造，所以简单的铜币铸造也会受到成本的限制。因此，直到近代才首次出现了超级通货膨胀，这是由于直到近代货币铸造成本不再限制国家发行货币。但是，在 2 世纪上半叶的中国，在那之前的第一个纸币体系中，信用创造的成本已经能在最大限度内被消除了。同罗马帝国一样，古代中国的信息水平致使我们无法获得宏观经济的数据。然而，当时的理论家不仅给我们留下了他们的观点，还有他们了解的数据，特别是国家赤字水平有多高，即有时达到国家支出的一半，这可以通过补发纸币来弥补，由此引发严重的货币贬值、14 世纪中期纸币失效以及中国金融系统的崩溃。要经过两代人，货币才有可能在新的贵金属基础上稳定下来。在此期间，重新引进纸币的尝试失败，尽管当时采取了若干措施，如惩罚措施和义务用纸币纳税的措施。原本的国家赤字问题并没有解决，因此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过印刷纸币(或者它的中国先驱)继续融资。作为公民的经济政策代理人,市场最终强迫国家由仅接受一种贵金属货币到限制支出,而国家并非出于自愿。

古代中国的纸币体系部分适合作为如今货币体系的模范,包括它几百年来逐步形成的历史,但是也有些不同之处,甚至进步的地方也是要放弃的,所以当今国家的赤字较低。但是,如果有现代管理机构的现代化工业国家成功地将超过50%的赤字降低到5%以下,那么在接下来的循环中也可能会降至0。因为大量历史事例表明:在财政决策透明的社会中,只有当国家既没有财政赤字,也没有外债的时候,才能达到货币稳定,经济发展才有可能不是巨大的泡沫。

现在,什么是“印钞机”的替代物?在这里,我们要注意一下会计方法,因为那些由于严重通货膨胀而产生的大量现金及其所表现出的亿万财富的场景都有欺骗性质,就像20世纪20年代的德国,或者最近的津巴布韦。对于现在的货币发行机构来说,印刷纸币是次要的,毕竟现在很多人都用信用卡。现在的货币发行机构是以电子记账为基础的,而不是依靠像硬币及中国传统纸币的增加(人类可以设想一下一个没有现金的世界,只通过转账、支票、信用卡结账,生活会受到什么样的影响)。

我们通过净货币创造的例子已经详述了中央银行黄金储备升值的情况,它抵消了与此同时产生的账面利润。这种事每天都发生,然而长期来看是不危险的,因为黄金量不可增加,但是,也不是完全无风险的,因为升值可能会失控。中央银行除了高估自己的黄金储备以外,还高估没那么有价值的东西,以一块奶酪为例,赋予它万亿的储备价值,再把这些钱全部分红(在这种思考方式中,不考虑法律因素)。当然中央银行可以马上丢掉这块奶酪,但保留它在资产负债表的借方。而事实上他们会发行一种有价证券,通常是债券,这样通过会计方式“印刷”钱的过程就完成了。在历史上,大多数是在专制制度中,像中央集权的专制国家才会这样做,这些国家,钱的制造速度一直比商品的制造速度快,甚至在津巴布韦这样没有能力的专制政府中,情况也是这样的。然而,纳粹德国政府为了20世纪30年代的经济腾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

飞，也这样“印刷”过货币。1939 年，国家的赤字是史上第二高的时期，最后收入不能和预算相统一。为什么在大多数专制主义国家，货币都是这样“印刷”的？很简单，原因在于权力的过分集中，很多独裁者不喜欢中央银行（只要存在）限制自己可以开支货币的数量。这与民主政府治下独立的中央银行相矛盾，当然，这种独立性不是保证中央银行不“印刷”货币。在通过会计方式进行净货币创造时，可以看作为了避免通货紧缩引起的崩溃。最初在 2008 年发生这样的事情，中央银行将房地产证券写进他们的会计账簿时，其价值低于为此支出的中央银行证券。其差额就是应该折旧掉的部分，就是货币创造“净值”。这在由额外负债引起通货膨胀的时期是无可厚非的，因为这只是债权交易。但问题是，是否有一种机制，能够在面临整个国民经济高负债率的同时，将大量储蓄领域的债权转入流通领域，也就是说，变成“钱”。在这种情况下，鉴于这种高负债率，对抗通货紧缩的政策可能会导致通货膨胀。在我们专心研究这些核心问题之前，我们尝试在两个方面划清会计方法净货币创造与正常的国家信贷的界限。

我们面临一个界定问题。核心就是，到底是指“印刷货币”（也就是净货币创造），还是关乎贷款。与真实的纸币印刷不同的是，在会计方法中到底有没有借方都无法最后确定。我们怎么能知道，借给中央银行的钱它们会不会归还，会不会真的由政府承担债务？我们怎么知道，传统的国债会不会被兑现？没有承担的债务，和赤裸裸的货币生产没什么分别了。当政府没有通过经济能力或者税收来解决它的债务，而是仅仅通过不断地借新债，拆东墙补西墙时，那么它承诺会归还的债务还并不是像在一个私人负债者那里一样无价值，而是暂时有价值的。与印刷纸币不同的地方消失了，政府不是寻常的债务人，而是这样一个债务人，没有任何一个居民或者企业认为国家会对债务负责，不会在账户中认为自己处于借方，没人能够强迫国家限制自己的债务。但是，如果当财政部部长试着减少财政赤字，人们只能说它是与一位普通的父亲不同的有限债务人，他通常是不会还债的。虽然，政府每年都可以还利息，但是没人可以限制它发新债还旧债，久而久之，债权完全失去价值。因此，政府的信贷是否被理解为净货币创造或者说在多大程度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上被理解为净货币创造,仅仅取决于政府的意愿以及他能得到的机会(另一方面,这些也和环境有关)。最终每一份政府信贷都隐藏着导致"印刷货币"的危险。因此,虽然国债在形式上拥有一个债务人,但它仍然和"印刷货币"有相似之处,因为两者都可能失控。人们可以这样总结它们的区别:印刷的货币是没有债务人的,国债虽然有债务人,但是,对于国家还债与否的要求却是相当宽松的。唯独个人信贷和企业信贷中的债务人,愿意且不得不按时还债。"印刷货币"会迅速导致通货膨胀,政府信贷中存在着制度性的隐患,个人和企业贷款有个人方面的风险。

界定国家信贷和会计方法上的"净货币"的另一角度引出一个关键的问题,那就是它们在市场上的不同作用。在产生方面,它们的作用是相同的:不管政府是否用创造的信用支付,都会创造需求,导致物价上涨(假设政府在市场上付款,而不只是为以前的贷款付利息)。之后,两种方式的作用就不一样了。印刷出来的纸币会继续流通,国家信用产生的钱大多被存起来。因此,区别就是,一种体系把货币投入流通领域,一种进入储蓄领域。

把政府信贷从流通领域引入储蓄领域的主要工具是利息。利息是促进储蓄的主要原因,因为利息使得政府信贷与其他同样可以有收益的投资方式相比更具竞争力。因此,钱就从流通领域进入了储蓄领域。政府信贷产生以后,比印刷货币对通货膨胀方面的影响小。同时,它也使得国民经济的需求增加。我们又面临了这样一个问题:价值载体到底处在"流通"和"储蓄"之间的什么位置?究竟中央银行是把投资变成活钱还是把钱用于投资,最终是货币在流通领域还是储蓄领域停留的问题,同时也与货币的流通速度有关。现在的关键问题是,当债务水平很高,同时又要控制通货紧缩时,政府能否应对自如呢?

如果巨大泡沫的后期出现了严重通货膨胀,货币就会从存储状态进入流通领域。会有足够多的人决定把他们的存款花掉吗?最终,和经济生产力相比,存款已经是 20 世纪 60 年代的两倍。与此同时,需求也增长了一倍,对价格的影响也是如此。人们完全可以把这看作一个动态的过程,因为一旦价格上涨,就会有更多的人决定花他们的存款,那样流通的钱多了,就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

又会产生足够的需求。

需补充的是，“边缘区”可能变大了。因为当所有储蓄中总是有一部分，我们说十分之一会随时支出，即进入流通领域，也就是 150%的债权率中只有 15%，350%中只有 35%能拉动需求，转换必须从边缘区进行考虑，所以也变大了。

巨大泡沫的问题在于，是否有大量货币从储蓄领域进入流通领域。外界看来似乎中央银行创造“货币”并且这样做似乎并不适宜，但是它还能有什么别的选择呢？若企图避免紧缩危机，就必须(或是国家间接操纵)将账面坏账纳入自己的账簿。鉴于高额债务，它必须面临此危机的威胁。尽管国家采取了大量补救措施，2008 年金融危机中银行间交易的失败还是使此危机愈加明显。

另一个问题出现在长期投资上，尤其是在长期借款中，其流通速度大部分情况下是很低的。但是，借款能很快用于购买，甚至是购买消费品。虽然没有人会用十年期的国债购买汽车。但另一方面，总的来说人们对此也不是很排斥，具体过程是国债以现价转至汽车卖主那里。在实际运用中，国债先由汽车买主卖掉，再在转账之后被卖主买进。宏观上来说没有任何原因说明国债价格会因此受到影响，从理论上来说也就需要一秒钟就够了，在实际操作中还存在供给压力。首先提高的通货膨胀预期值会给国债市场造成负担(最终国债会实现额外交易，多于汽车交易所需数额)。这时，人们会问，如果想阻止利润率上调，中央银行是否必须以买家的身份出现，因为若非如此，面对高额债务，债务人尤其是国家就必须支付高额利息。同时，长期贷款虽使负债人免于频繁再筹资，但它对债务持有人无约束力。债务持有人能随心所欲地转让长期贷款，以获得商品、生产设施和消费品。

在存在经济泡沫的背景下，支付能力和期限都不是货币不能进入流通中交易的原因。巨大泡沫导致的问题在于债务周转率是否提高，物价是否开始上涨。在经济泡沫的形成中，债务从储蓄领域到流通过程的转移发挥了重要作用。这个转移能解释债务水平的提高，它受从国债增加到打压金价的许多过程的影响。在一个没有由于债务失效导致通货紧缩的、经济泡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沫的最后阶段，会出现相反的情况，债务从储蓄领域转移到流通领域，这将导致严重的通货膨胀。这也将有悖于避免通货膨胀这个出发点。它的出现不是由于增加的债务额，而是由于存量、债务额对流量和流通过程的影响。

在 20 世纪有许多次严重的通货膨胀，它们发生的背景原因各不相同。当然，通货膨胀不能被视作解决过高债务的途径。原因之一是债务额度不能通过因通货膨胀而抬高的物价水平而降低，因为随着通货膨胀日益严重，同时抬高的还有利息、新发行的货币量和债务。因此，过高债务额度的解决方法在于通货膨胀后的债务削减、货币改革、税务改革和其他强制措施以及部分或彻底的银行破产。那么，储户就会完全或者部分失去他们的存款，这是他们所不希望的。为此人们必须消除通货膨胀，否则所有的债权将失去价值。另外通货膨胀过程本身还会带来很多问题，从日常生活（严重通货膨胀时急速的花销）到实体经济的衰退（有可能非常严重甚至威胁实体经济的存在）。

很高的货币数量代表着很高的潜在需求和潜在通货膨胀。与传统积累型通货膨胀不同（例如社会主义制度下），不是因为商品数量相对于货币数量在固定的价格下太少，而是存储状态的货币相对于流通中的太多。如果发生通货膨胀，人们可能转向追求实物价值。存量货币会进入流通领域，因为储户想把货币转为安全的状态，不想让它们失去价值。这里的问题是，什么商品什么时候价格上涨，因为商品有两种，一种是属于流量的消费品，另一种是属于存量的生产资料。传输机制是怎样经过储备中的货币传输至消费品价格上涨还不得而知。也许是通货膨胀预期在逐渐扩散，直到消费品领域。不管怎样，这种机制变得很显然，它导致通货膨胀。但是如果人们想要避免出现通货紧缩的经济崩溃，泡沫最后必然走向严重通货膨胀的局面，或者还有其他选择吗？

为了做出评价，我们有必要重新看一下历史。一个有很高的负债水平，但没有走向通货紧缩、经济崩溃，也没有出现严重通货膨胀的国家是第二次世界大战后的英国。国债最高达国内生产总值的 250%，私人和企业的债务水平较低，为 30%。债务水平是德国和美国今天的规模。英国能够在接

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下来的几年使债务水平明显下降，同时实现经济增长。也就是说英国成功地做到既偿付债务又让经济增长，一定程度上从债务中走出来。第二次世界大战后英国的例子表明，很高的债务水平不一定导致通货紧缩或通货膨胀。另外还表明，这种情况下，经济增长也是可能实现的（尽管英国的增长比其他可比国家要低）。这在想要降低过高负债水平的国民经济体中是个特例，英国处于第二次世界大战后的特殊时期，与它国民经济调整、信贷结构和邻国的高经济增长有关（货币改革之后没有债务，从头开始），不存在传统意义上的资本价格泡沫。但它肯定是一个值得注意的例子；不符合规律的特例正好帮助我们更好地了解现实。

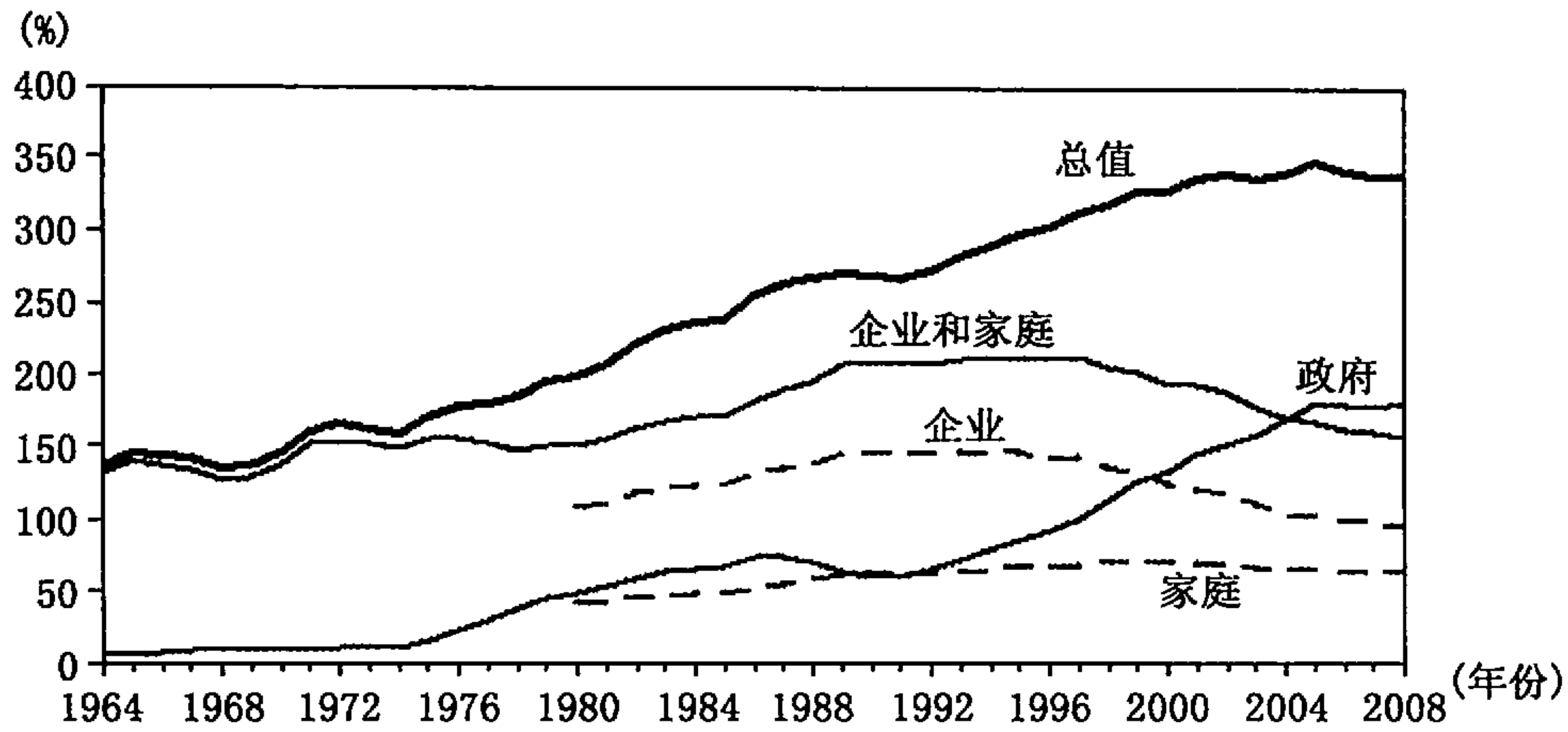
日本20世纪80年代的巨大经济泡沫可以和今天美国的情况进行比较。受国家20世纪70年代对经济信贷支持的激励，人们发扬时代精神，从20世纪80年代初开始，家庭和企业的发展增速很快。由于国家接手债务，20世纪80年代，不管是股票市场还是房地产市场都出现了信贷融资泡沫和过高的价格，东京的皇宫与整个加利福尼亚一样值钱。他们的目标是不惜一切代价实现经济增长，途径是信贷融资泡沫，由特殊的日本银行融资体系承担。

但这不是一个非常传统的巨大经济泡沫，最后家庭和企业负债严重，国家负债水平相对却比较低。1990年泡沫破裂时，总债务水平与国内生产总值的比为250%，明显高于美国今天的水平。此后为了避免通货紧缩式崩溃，越来越多地承担企业、行业不能再偿还的债务，国家接管了企业的债务。这使得国有负债急速增长，直到今天才停下脚步。多年来，总体债务水平在高点附近，几乎是国内生产总值的350%。这没有引起危机，但却使经济增长速度长期内极低，股票和房地产市场十几年中行情下跌，国债的收益率也很低。调低负债水平的目标没有实现，在巨大泡沫之后发生的停滞期明显长于由泡沫引起的20世纪七八十年代经济增长期。

日本的巨大经济泡沫与今天的美国泡沫有很多相似之处，从极高的债务水平到家庭和企业很高的债务比重，再到政府承担不能兑现的债务。但区别之处在于，金融市场的结构、经常项目往来收支情况和国家货币对于中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

央银行储备的意义。图 80 显示了 1964 年以来日本债务水平与国内生产总值的比例，划分为家庭、企业、国家和整体（不包含金融行业）。



来源：戴维·霍伊辛顿（David Hoisington）日本内阁府经济社会研究院。

图 80　日本：总债务和国内生产总值的比例

为什么日本巨大经济泡沫的破裂没有导致巨大的危机呢？是通货紧缩还是严重通货膨胀？日本是怎么摆脱历史上多数泡沫经济后果的噩运的（至少到目前为止，因为它还没有在削减债务的路上迈出一步）？有一种观点认为，日本看上去根本没有成功避开噩运，更像是把典型且突如其来的通货紧缩、经济崩溃，或者严重的通货膨胀（高通货膨胀以及随之而来的货币改革）转化成了缓慢的崩溃。经济没有一次性下降 25％乃至 50％，也没有伴随大量的社会和相关问题，取而代之的是多年的停滞，它的潜力没有完全发挥，如果不是债务水平过高，这种潜力就可以显现出来。泡沫收益逐渐而非突然地被偿还，账面财富是持续的而非立刻减少，巨大经济泡沫之后不是巨大危机，而是长期停止增长。日本也呈现出这样一种情况，即实体经济（较高的经济增长）在巨大泡沫时期通过持续额外增加信贷将获得的收益又全部还了回去（此外预计还因为畸形的再分配）。这只是带来了时间上的延伸，而不是突如其来的危机。

然而到目前为止，日本又是怎样做到避免采取不好的解决方式呢？我们来看一下实体经济和金融领域的流量和存量。在实体经济中，流量体现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在消费品(例如面包)上,存量体现在盈利性的生产资料和投资品(例如面包房)上。也有商品介于两者之间并且不断转化(例如面包师傅的汽车,用于运输面粉和短途旅行)。在金融领域,流量体现在纸币的流通上,存量体现在纸币发行量上。日本巨大泡沫使得实体经济中资本价格过高,比之房租和收入,房地产的价格非常高,与股利和收入相比,股价也是特别高。这种不平衡从那以后缓和了,今天股市的价格水平是 18 年前最高价的 1/4。调整过程的时限也延长了,日本的资本价格持续而不是突然下降。这是史上最大的熊市,没有可预料的截止日。在实体经济中日本采取了必要的调整,与流量、收益、收入相一致,降低存量和资本价格。日本调整过程的实施也具有时间上的延展性。

使日本到目前为止没有突然虚脱的根本机制还在于金融领域。这里我们要观察流量和存量,日本多年以来保持较低的利率,结果是,在相同的经济效率下能够承受一个相应的较高负债总额。对于国民经济来说是同样的情况,6%的债务利息承受与国内生产总值之比为 150%的负债,或者 3%的债务利息承受与国内生产总值之比为 300%的负债。这两种情况都要求必须将所取得经济效益的 9%用来支付利息。这样还不能降低负债水平,因此必须用例外的方式来偿还本金,日本也不能偿还他的债务(之前提供的数据都是可证明的)。第二次世界大战之后英国采取自由的方式(尽管有其他的条件)。假设日本能够成功地偿还 6%的本金,那么加上 9%的利息,为债务付息的比例就占到 15%(事实上日本的利率更低)。

要注意的是,要想实现凭借持续增长的经济效益来偿还债务,这与债务水平与国内生产总值的比例有关。例如计划偿还占国内生产总值 5%的债务(相同参数情况下),那么将在 40 年的时间内(200/5)将 350%的比值降到 150%,10 年内(50/5)将 200%的比值降到 150%。此外,它还导致了支付更高数额利息的问题。

虽然数学上的计算很简单,但在实践中不能简单地将利息水平减半,其余指标会因此发生变化。特别重要的是,尽管利息很低,储蓄者也不会将他们的存款用于流通,不然这种变化会引起通货膨胀。幸运的是,日本到目前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为止还没有发生这种情况。原因之一在于重要的可供选择的投资种类缺乏吸引力，因此不论是房地产还是股票，巨大的泡沫经济消退的结果就是几乎没有利润并且没有增长率（总的来说甚至是下降）。只有这点还不够，因为在国外还存在丰富的、非常值得的、同时也是可得到的投资。更重要的是谁是债权拥有者。国家养老基金、中央银行或者富有的上年纪贵族不会将钱用于买更多的一双鞋，仅仅是因为不能获得利息，他们也不会再做重大的投资决定。日本模式泡沫经济保持稳定或者是按照英国模式让泡沫经济消退，时间延长是前提条件，在流通中的债权比重不会太高，不会导致更严重的通货膨胀，并且用于寻找替代投资的这部分债权比重不能太高，不会引起贷款的高流失。谁是债权拥有者以及他们做什么样的决定，这两者关系密切，在没有更多信息的情况下，仅凭计算是没法得知结果的。另外一个前提条件是，低利率——并不是普遍情况，在日本没有导致新的信用创造和新的局部泡沫，因为下降的资本价格不能鼓励投资。经济泡沫的典型出路是通货紧缩，债务无法偿还，经济骤然衰退。此外存在严重的通货膨胀，这种情况下，通货紧缩的债务危机要通过国家信用创造和货币创造来解决。借鉴第二次世界大战之后日本和英国的模式我们可以找到第三种模式，这种模式在特别高的负债率条件下将适应过程延长。代替突然的债务清偿的是时间上延长的债务偿还，这种模式下流量和存量之间的不均衡会逐渐地逐期地被消除。最好的情况是像英国在第二次世界大战之后一样，经济发展使债务自然而然减少。最糟糕的情况是人们会损失十年二十年的时间，最后还是以通货紧缩或者通货膨胀的形式走到不利的结局。总而言之会出现一个向下的净化过程（通货紧缩），向上的净化过程（通货膨胀）和对边缘的净化过程（时间的延伸）。

泡沫经济结束的三个方式表现为债务额的变化。但是也存在一个行政管理方式上的解决办法：货币改革。在这里所谈论的不是货币废止，不是单纯地宣布债务无效，不是中止还债，不是强制借贷，不是引入并行货币等措施，而是与流量和存量相关的直接干预。在这个情况下，所有债务额以这样的形式减少：支出流（例如收入和房租）不断，但是不会因为接下来的过高负

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债导致破产(打比方来说,每个人都考虑到了借贷双方的利益)。

这种货币改革在原则上是可行的,因为债权是人与人之间的协议,同时是可能变更的。所以债权水平在几乎完美的抽象形式下是可能得到减少的,因为它既不会导致通货紧缩、经济崩溃,不会导致严重的通货膨胀,也不会导致无明确出路的多年债务清偿。这样一个货币改革可能直接侵犯储户的存款,这是某种程度上的不法夺取(但是,其他泡沫经济的出路会导致储蓄者的存款完全失去价值,名义财富甚至被彻底抹去了),这个影响让人感到非常失落。但是,它避免了国家和社会随着巨大的泡沫经济形成所犯的错误被强制性地纠正。对国家而言,这种货币改革也会有消极的影响,因为它必须重复使用这个方法,直到实现合理的负债水平。

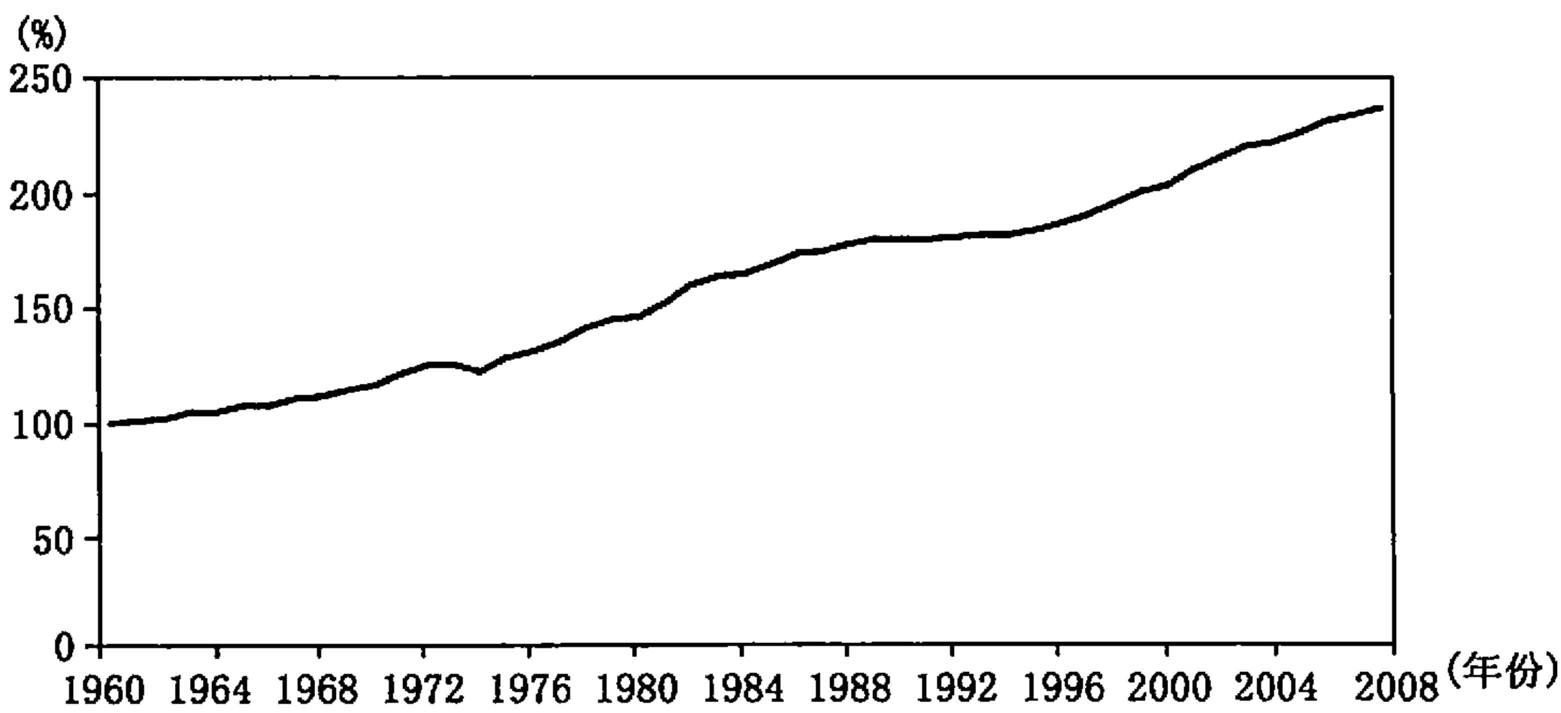
另外一个问题是,在哪一种债务水平中人们可以使用这种方法,哪种债务水平应该是其目标。通常货币改革(其他方式同样的)只发生在战争、政权颠覆和严重的通货紧缩之后。这种货币政策发生在 1949 年受到战争摧残、经济崩溃的德国,兑换比率 10∶1。在美国与德国之间当时存在 2∶1 的过度负债(目标是:负债水平是国内生产总值的 100%～150%)。

这四条路(通货紧缩、通货膨胀、时间的延长和货币改革)本质上是国民经济处于巨大经济泡沫终点的可行之路。抽象来说,自然存在废除金融体系的可能(人们未来的生活作为自给自足者处于明显较低的水平)或者引入一个好像永远存在的国家计划经济(这也是保证了最低的水平,也非常不自由)。引入一种平行货币,即使它受到黄金支持,也不能根本解决问题,因为以任何货币形式存在的债权都是账面财富。基于这个事实,其他方式也有可能失效,因为在循环结束时,债务水平下降的结果是账面财富减少。除了这四条路之外,当然也可以考虑混合形式,例如将“通货膨胀”和“时间延长”两条路结合。混合形式可以调整时间顺序,例如先通货紧缩再通货膨胀。除此之外也能在某些情况下尝试借助于削减部分债务或者别的手段限制债务额或其影响(就像阿根廷所做的),但这也导致了相当多的副作用。

从近代历史来看,这四条出路中,在一个巨大经济泡沫之后出现通货紧缩并不典型,鉴于当时的债务水平,如果发生通货紧缩是很可怕的事情。没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有诱因(例如通货膨胀的情形)就进行货币改革也同样不典型。对于像现在美国和其他国家充斥巨大泡沫的典型出路,在现阶段应该是高通货膨胀。形式有很多种,例如突然袭击的或者不断加速的,附带净货币创造的或者不带净货币创造的。另外一个典型的、虽然至今很少使用的解决办法是延长调整过程时间。这里的问题是,美国是否能够走日本 20 世纪 90 年代中期抑或英国第二次世界大战之后的道路。[1] 估计这样做的前提是低利率,并且没有太多的存款进入流通领域。其他的宏观经济因素也要注意,尤其是其他国家在这个经济联系紧密世界中的地位。英国和日本的例子都发生在岛国,那时世界上其他国家的债务也在增长。而这次涉及全世界,世界范围内的债务水平要下降,而最近几年负债水平一直上升(见图 81),这预示着缺乏这样做的动力和成功的可能。



来源:国家中央银行、世界银行、国际货币基金组织(IMF)、麦肯锡。

图 81　世界范围内:总债务水平与国内生产总值的比例

至于巨大泡沫的结束,时间点是个问题。它可以持续好多年,在达到转折点之前,世界各国信贷增长。虽然日本的例子好像暗示了,现代国家可以通过合适的金融市场技术驾驭巨大的经济泡沫,例如在负债水平是国内生产总值 350%的情况。但这个数字不是固定不变的,500%也是可以的吗?

---

[1] 当时美国一些经济学家批评日本的发展道路,而今天,美国很乐意去走一条相似的道路。从趋势上,这些经济学家没有重视总的债务量,取而代之的是关注债务变化量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在其他国民经济体中，也许在200%甚至100%时就达到结束的点。

世界上除美国以外，还有其他国家。其中一些负债水平低，在人们已经视美国的水平为转折点的时候，这些国家可以承受额外的债务。不确定的转折点位置和其他国家的可能负债空间，两者都预示着，从全球视角来看，世界性的巨大经济泡沫还能持续几年。也许这与美国稳定的负债水平、美国之外的信贷增长，以及新的局部泡沫形成相联系。其他的局面也有可能出现，例如没有其他原因的美元迅速贬值(2002年阿根廷就发生了这种情况)。从经常项目往来到经济地位，再到美元的储备地位，美国都在多个角度起着特殊的作用。这种特殊作用可能对世界性巨大经济泡沫的结束有意义。

现在和将来状况的基础可以追溯到20世纪60年代末和整个70年代，那时人们为了对抗衰退，决定允许对外贸易领域出现赤字以及发行国债，并且反对与此冲突的金本位制度。所有之后的事情都建立在这个基础上。提高的信贷水平催生了新的局部泡沫，80年代以来遍及各处，其扎根于过高的债务水平。不管怎样，资本的价格下降了，但债务的数量不足，因此又为下一个局部泡沫创造了条件。人们期待着消除过高的债务水平，这是主要任务。政策上的决策失误，导致信贷增长，其影响在特定情况下几十年后才能显现出来，并且负面作用超过之前带来的好处。

经济发展的理论基础很早就确立了，但是人们没有充分认识货币和信贷，或者人们不愿意理解它们，今天也是一样。人们关注的焦点几乎只是每单位货币能购买多少商品，每个储户可以获得多少价值以及币值稳定。所有货币、与经济生产能力相比的所有债务额和储户潜在的需求被完全忽视了。人们只看重流量、变化、信贷增长和通货膨胀，忽视和经济实力相联系的债务水平。这种现象是有历史原因的，因为传统的泡沫破裂会引起通货紧缩和严重经济衰退，人们恰恰要避免这种情况出现。那么为什么还要关心信贷数量？在几十年一切顺利运行的情况下，这种考察动机是很有限的，因为也许它和长期奏效的日常生活经验不符，或许不能持久，但是它几十年来很有效果。格林斯潘自己似乎也沉溺于这种时代精神，即使在年轻时他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意识到了信贷数量的问题。2002 年的一次演讲中，他提到了近 20 年的低通货膨胀，唤起人们对纸币系统的信心，但他并没提到信贷数量。[1]

这种一维的观察方式不可相信，很多人反对忽视债务水平。人们现在可以把观察到的现象和论据放在一起，或者等待看未来的验证。但是，现在人们就可以确定，相对的债务水平规模不是固定的，而是持续增长的，我们应该考虑一个清晰的、由本质驱使的证据。

一项长期的货币、信贷和经济政策不能只重视变量这个维度，还要重视存量。这令人感到不舒服，因为这对只关注眼前的解决办法不利，而要求考虑对未来的效果。这里全社会的债务水平和私人信贷相似，每个人都知道必须放弃它。以流量(例如国内生产总值)为标准衡量，高信贷水平是有害的，而且结束泡沫是棘手的、冒险的，并且对增长不利。在泡沫产生阶段对经济增长有有限的好处，例如日本 20 世纪七八十年代的情况，随后会引起严重的负面作用，这也能在日本明显观察到。100%和 150%之间好像存在一个界限，界限之外，社会就不能再持续(超过几十年的)稳定。

这不再只是数学的或经济的问题，而是一个人的问题。因为在社会政治和经济现实中，差不多十年的线性稳定是可能的，就像德国的例子中展现的。然后出现债务累积，为了回到之前的水平，人们必须遏制这种累积。但是由于各种原因，在债务水平提高的情况下，要做到这一点是很难的，因为账面财富会减少得更多。

从根本上讲，不伴有超比例信贷增长的经济增长是可能实现的，因为自由发展的结果表明，这种指导思想在好的框架条件下也会很好地发挥作用。有关货币数量的问题伴随了国民经济几个世纪，但仍没有找到更好的办法能够取代债权并且奏效。理想的概念——从禁止生息到流转费再到社会主义国家经济——只是虚幻的解决办法。只有贵金属货币或者由贵金属担保

---

〔1〕“中央银行过去 20 年成功与通货膨胀并存，这使人们更加希望法定货币可以以合理的方式进行管理……如果法定货币明显的成功有所动摇，我们将重新回到使用贝壳或者耕牛作为交易媒介的时代。在这种不幸的情形下，我相信，美联储的贴现业务窗口将拥有大量的牛”。http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/200201163/default.htm.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的货币才有助于缓解问题的严重程度,但并不能从本质上解决问题。

一个注重长期而非短期效果的货币、信贷和经济政策会通过国家的作为来实施,不仅关注物价稳定和经济增长,而且也关注整体的债务水平。因为金本位是达到这样一个目标的工具,因为我们有“黄金法则”的概念,又因为本书介绍黄金,所以我们把三个目标描述为“货币信贷政策的黄金三角”(见图 82)。

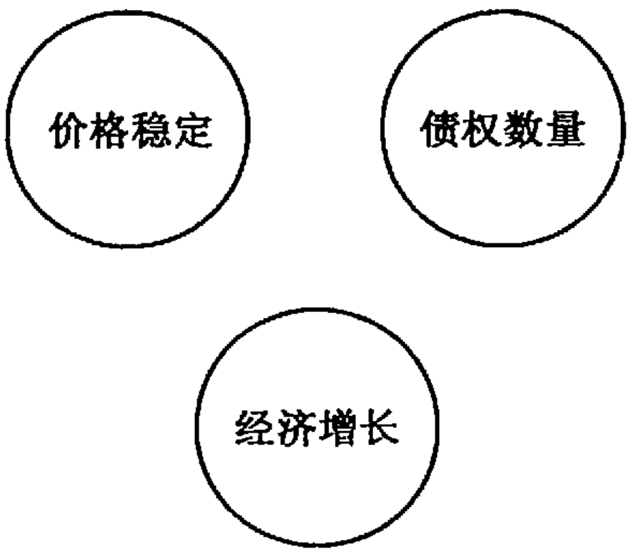


图 82　货币信贷政策的黄金三角

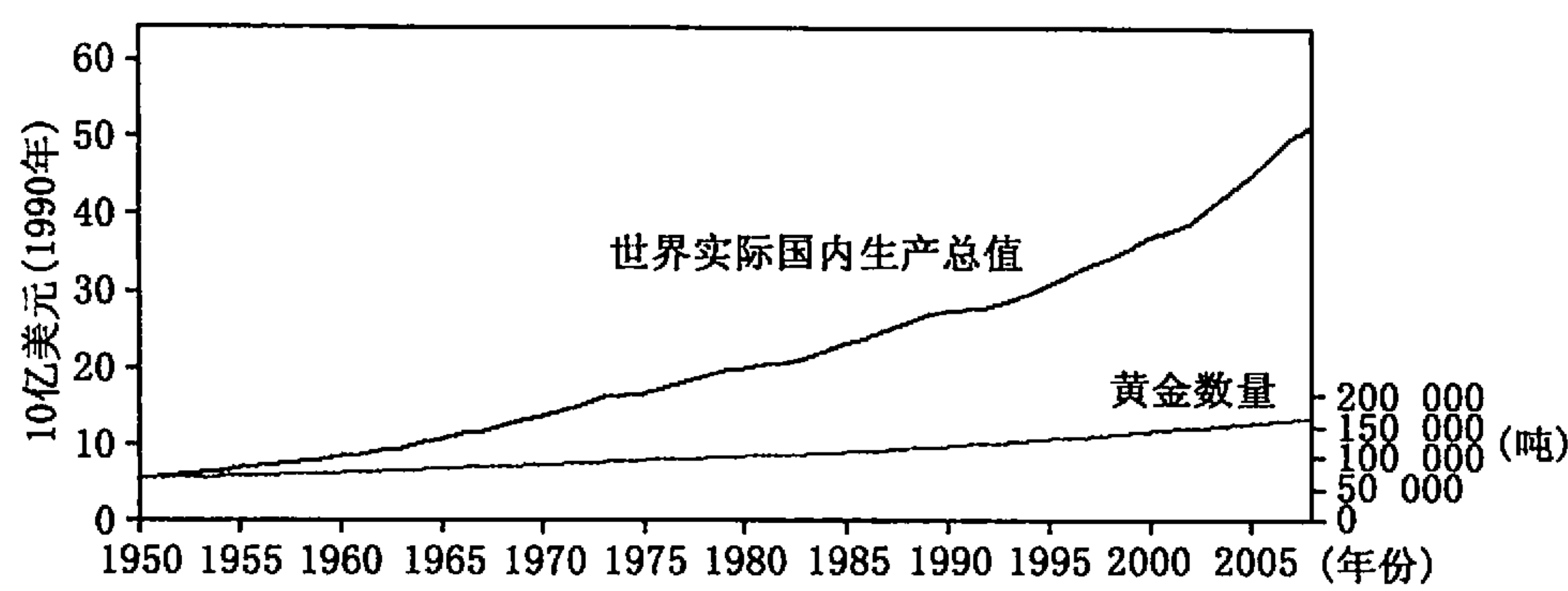
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回归黄金

黄金与所有这些又有何关系呢？答案是毫无关系，事实也正是如此。黄金独立于信用创造或财富的增加。这使得黄金不仅对私有经济和国民经济，而且对国家和中央银行都很有吸引力。作为实物货币的黄金，其数量取决于现存的黄金数量，开采它需要付出很高的代价。这是黄金的劣势，但却也正是其优势所在，因为黄金数量是有限的。图83展示了黄金数量与世界生产总值的关系。在过去的几十年中，由于科技的进步，黄金的数量迅速增长。但与此同时，世界实际生产总值也增长迅速，经济实力的增长甚至明显高于黄金数量的增长。但二者远远落后于债务量的增长速度（因为篇幅所限，在此省略了一部分）。

这是历史上第一次出现了一个世界范围内的纸币系统，并且踏着500年前古代中国人的足迹，世界上第二次出现了一个大的经济区。与以往不同的是，为支持国家财政，货币仅以一种“净印刷”方式被大量发行的错误做法已被纠正。然而，逐渐产生的赤字却通过信贷来弥补，随后泡沫增加，而且私营领域的信贷创造也不断增多。与古代中国相比，现在的问题不仅仅是流通的“货币”太多，而是储蓄太多，储蓄有可能失效（通货紧缩时）或者可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来源：安格斯·麦迪逊（Angus Maddison），国际货币基金组织（IMF），美国地理研究会。

图 83　世界范围内生产总值与世界上的黄金数量

能被激活(通货膨胀时)。近年来,储蓄需求的数量呈现增长的态势。

在过去的几十年中,已经出现过数次货币危机,然而它们基本都是地区性的,规模不大。而这次危机却波及了经济中心美国。另外,这种过高的信贷水平波及全球,只有少数几个小国可以避免。由于很高负债量的存在,账面显示巨额(名义)财富,因此不可能简单地给出一个解决方案。历史会选择哪条道路应对这种不稳定的局面,5 年或者 50 年后答案自然会知晓。由于设想的道路很多,现在针对该问题还不能给出一个明确的答案。此外,随着事件的继续发展,所有的当事人也都将会获得对该事件的认识。只有当债务水平再次回落,并且降到国内生产总值的 100%～150%之间时(或者在货币完全贬值的情况下,降到 0),这个周期才可能结束。

黄金的优势在于其数量有限。在通货膨胀的情况下,其优势也可以体现。但这与 20 世纪 70 年代的情况不同,因为当时主要原因在于明显过高的债务水平,但当时的黄金是一种稳定的可替代性货币。通货膨胀时,有稳定货币的平行市场结构同时壮大。在受通货膨胀严重影响的 20 世纪 70 年代,地中海国家中十分走俏的货币是德国马克,而在社会主义国家则是西方货币;1923 年受严重通货膨胀影响的德国以及之后的津巴布韦,其主要货币均是美元。但如果主要货币受到冲击,同时其他货币又不具有明显优势时,又该怎么办呢?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在古时的中国，这种情况最后都会回归到贵金属上，而不会是贝壳，虽然古时的中国禁止占有贵金属，或至少对贵金属征收重税，然而国家却并没有阻止平行货币的产生，以便使其发生效用。严重的通货膨胀作为一种极端情况形象地表明了这一点。在这种情况下，人们不可能携带大量的纸币穿梭在街道上，去购买那些不需要的东西，只是为了把手中的现金尽快脱手。如果在通货膨胀的环境下，市场迫使一种像黄金一样的稳定货币出现，那么抵抗这种趋势的经济意义便会很小。接下来便会产生这样一个问题，国家凭借什么权力，取消公民对有流通性的价值保值手段的占有权。

此外，黄金价格对货币系统的稳定性具有指示作用。禁止这种指示功能是毫无意义的。例如 20 世纪 70 年代时黄金价格的上涨预示了当时的问题，虽然当时并没有从中得出正确的结论——持续限制债务水平。我们不应该对这则消息的提供者感到生气，而应该认真对待这则消息，并尝试着得出正确结论。

格林斯潘曾拿“体温计”做过一个生动的比喻。如果“体温”上升，会改变病人的“心理”。当他握着“体温计”，“体温计”的指针由于黄金干预下降时，病人终究是生病的。这时已经存在大量负债了。对体温计的操控并不能降低体温。假如医生通过这种手段给予病人某种勇气，那么病人也许暂时会感觉舒服些。可病人并没有得到真正的治疗，所以他仍处于生病状态。由被严重控制的黄金价格所显示出来的货币系统的健康状况，实际上早已不复存在。20 世纪 90 年代后半期经济上呈现的繁荣正是体现。当时失业率低、经济增长快、价格稳定。但是如果黄金价格的增长没有受阻，它将能指示迅速飙升的信贷水平。

但是，当时也存在明显的不一致，例如不断上升的资本价格。当时还存在另一个局部泡沫，而这只是从 20 世纪 70 年代末就开始形成巨大泡沫的一个小部分。当时不断提高的负债水平是以 20 世纪 70 年代的国家负债为基础的。20 世纪 80 年代国家负债继续增长，不断形成新的泡沫，致使原本容易解决的问题变得越来越困难。

从理论上讲，真正的原因在于人的本性与人类社会组织形式。随后的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

修复均是对病症的尝试性治疗，债务水平不可逆转。从 1993 年 8 月 5 日起，对黄金的干预成为这个不当疗程的一部分。开始时，竟然给出黄金“固定”价格以实行金本位制。然而金本位制的作用并没有得到充分的发挥，尤其是在克服通货膨胀方面没有发挥应有的作用。经常项目收支赤字不但没有降低，反而扩大了。而降低不断升高的债务水平这种功能，也遭到严重的破坏，因为这种不真实的黄金低价预示着一种低通货膨胀。

这大大降低了利息水平，导致贷款数额大大增加。储蓄变得似乎更有吸引力，尤其是在国外的中央银行，它们乐意直接给美国的国债提供资金。但主要的问题在于债务水平的提高，它不仅存在于国家层面，在私人领域也不断出现，因为人们并没有采取必要的措施加以平抑。另一方面，增长的债务水平也是 2008 年金融危机产生的真实背景。

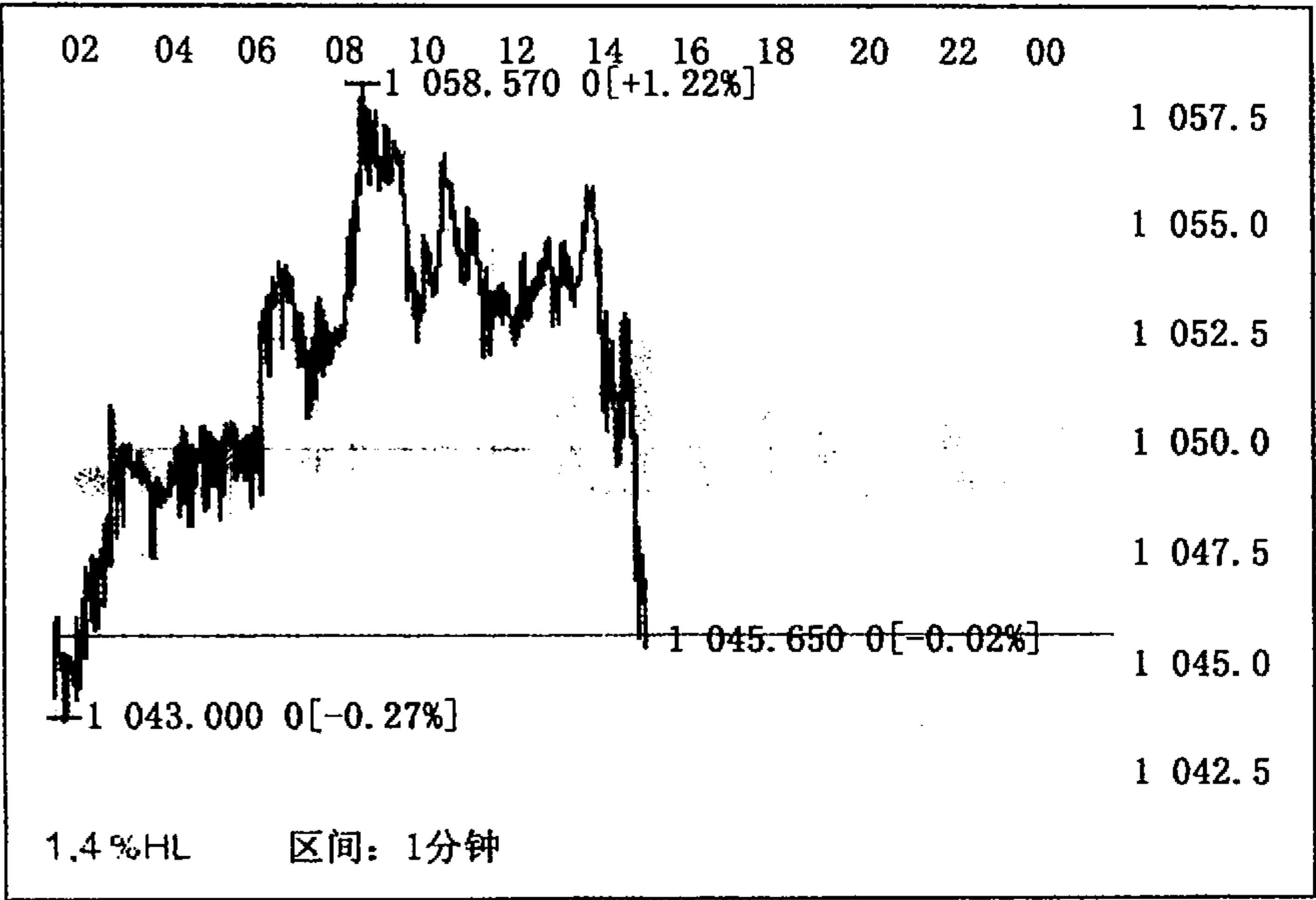
在前言部分曾提到过一张图，它展示给我们：写前言那段时间黄金价格是如何发展变化的。这符合短期内干预黄金的典型模式，就像自由落体那样迅速。如果当时算是一种偶然事件[1]，那现在这种事件又再次发生了（见图 84）。书写到这里，要重新描述一下黄金价格的回落。据《金融时报》报道[2]，在干预黄金市场的同时，外汇市场也受到干预，以支持美元。同时，干预也试图阻止黄金价格持续上涨。然而，这种干预的力度太小。总而言之，从开始写前言到现在，黄金价格大概从 920 美元上涨到了 1 050 美元，突破了 1 000 美元的大关。这也就意味着，由于价格上升，人们对首饰的需求降低，对已有黄金储备的供给增加。尽管如此，还是导致了价格的上升。原因就在于：人们需要把黄金作为一种保值手段。“温度计”是否再次起作用呢？它是否会显示一些常见的经济数据中没有反映出来的信息呢？

---

〔1〕 由于频繁的干预，在人们写文章的时候金价就可能大幅下跌。保存上面这幅图时，我就在我撰写这一段落时（绝没有更久！）等待一个合适的时刻，直到价格跌至足够低。

〔2〕 *Financial Times* vom 8. 10. 2009: Asia steps in to support dollar, www. ft. com/cms/s/0/le894c54－b40f－11de－98ec－00144feab49a. html? nclick_check＝1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来源：商业银行网上银行（Comdirect）。

图 84 撰写上述文字时的黄金价格日间走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致 谢

如果没有其他人的帮助和前期准备，就不可能有这本书的问世。哈里·克拉瓦和比尔·墨菲让我找到这个主题；弗兰克·维纳洛索很早将黄金干预公之于众，早在 1995 年撰写了首篇与此有关的文章，发表在《福布斯》杂志上（见图 85）。我的出版商克里斯蒂安·容特(Christian Jund)极力坚持使用这个书名。同样感谢他热情勤奋的出版社工作人员。感谢我的同事戴斯·伯津纳(Dace Berzina)、塔吉纳·雅各布森(Tatjana Jacobsen)、阿格瑞斯·卡明斯基(Agris Kaminskis)和汉恩斯·施赖尔(Hannes Schreyer)，他们帮助我整理图表，提供日期、信息和其他的支持。德国技术研究学会(VTAD)、gold-eagle. com 和 Goldseiten. de 让我迈开了走向公众的最初步伐。同时感谢长期以来的讨论伙伴保尔·C. 马丁(Paul C. Martin)和费利克斯·皮卢夫(Felix Pieplow)，并借此机会缅怀去世的莱因哈特·多伊奇(Reinhard Deutsch)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

MONEY & INVESTMENTS

What's holding gold down?

黄金突然在400美元处遇到阻力。市场上传言中央银行抑制了价格。最近比利时的销售支持了这些传言。我想信传言是真的。

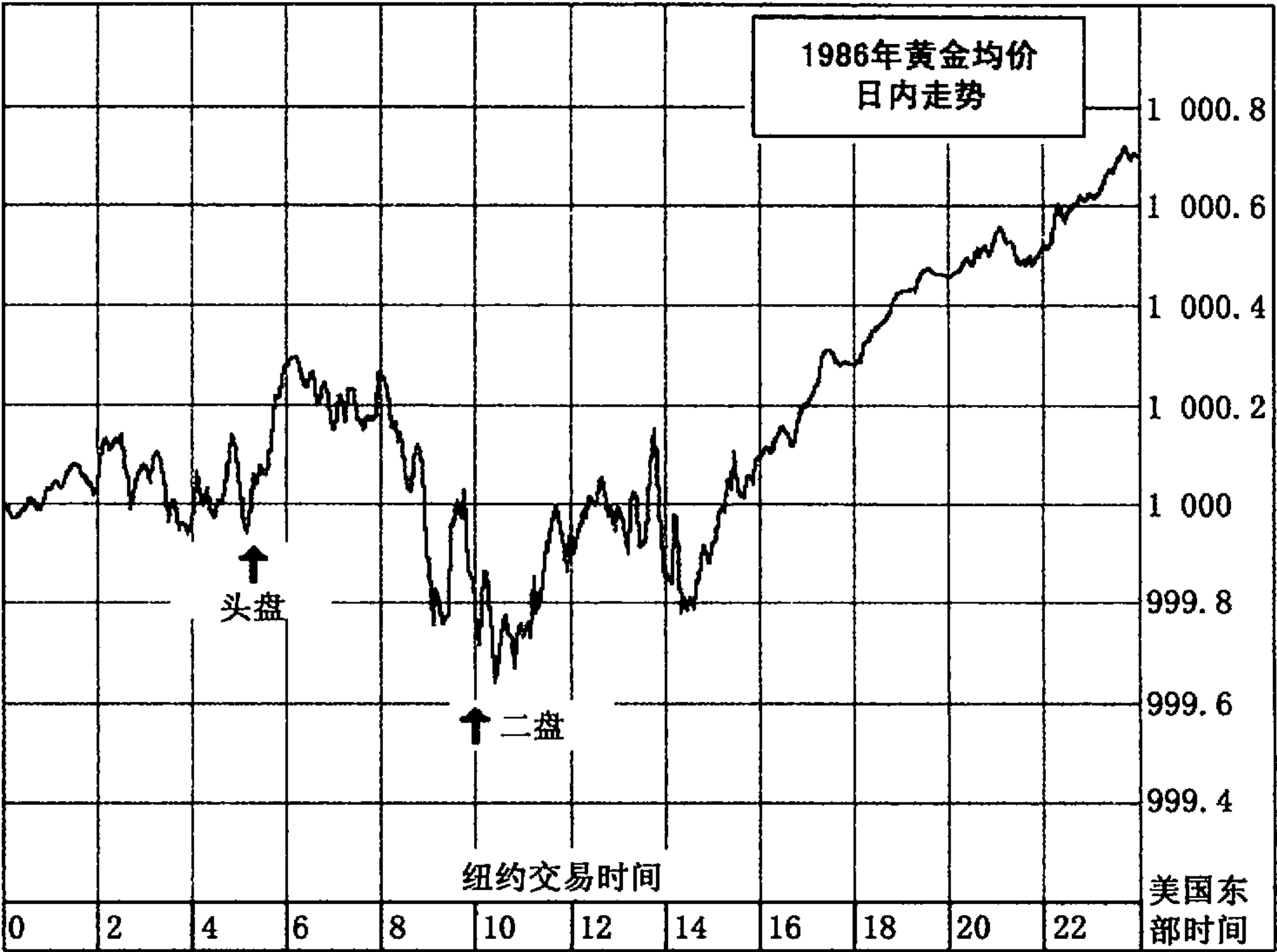
来源：1995 年 6 月 5 日《福布斯》杂志。

图 85　维纳洛索 1995 年 5 月 6 日发表在《福布斯》杂志上的文章

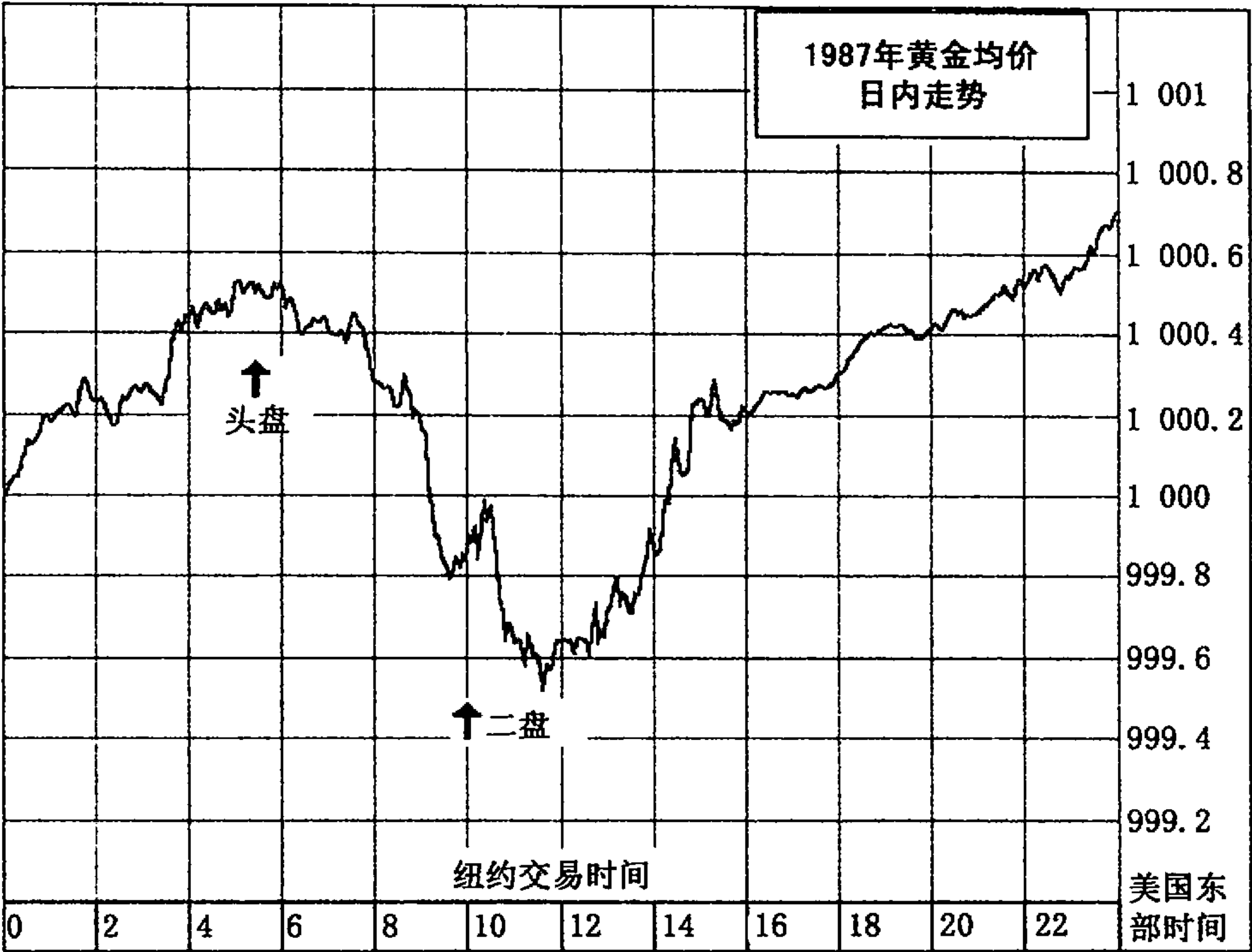
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

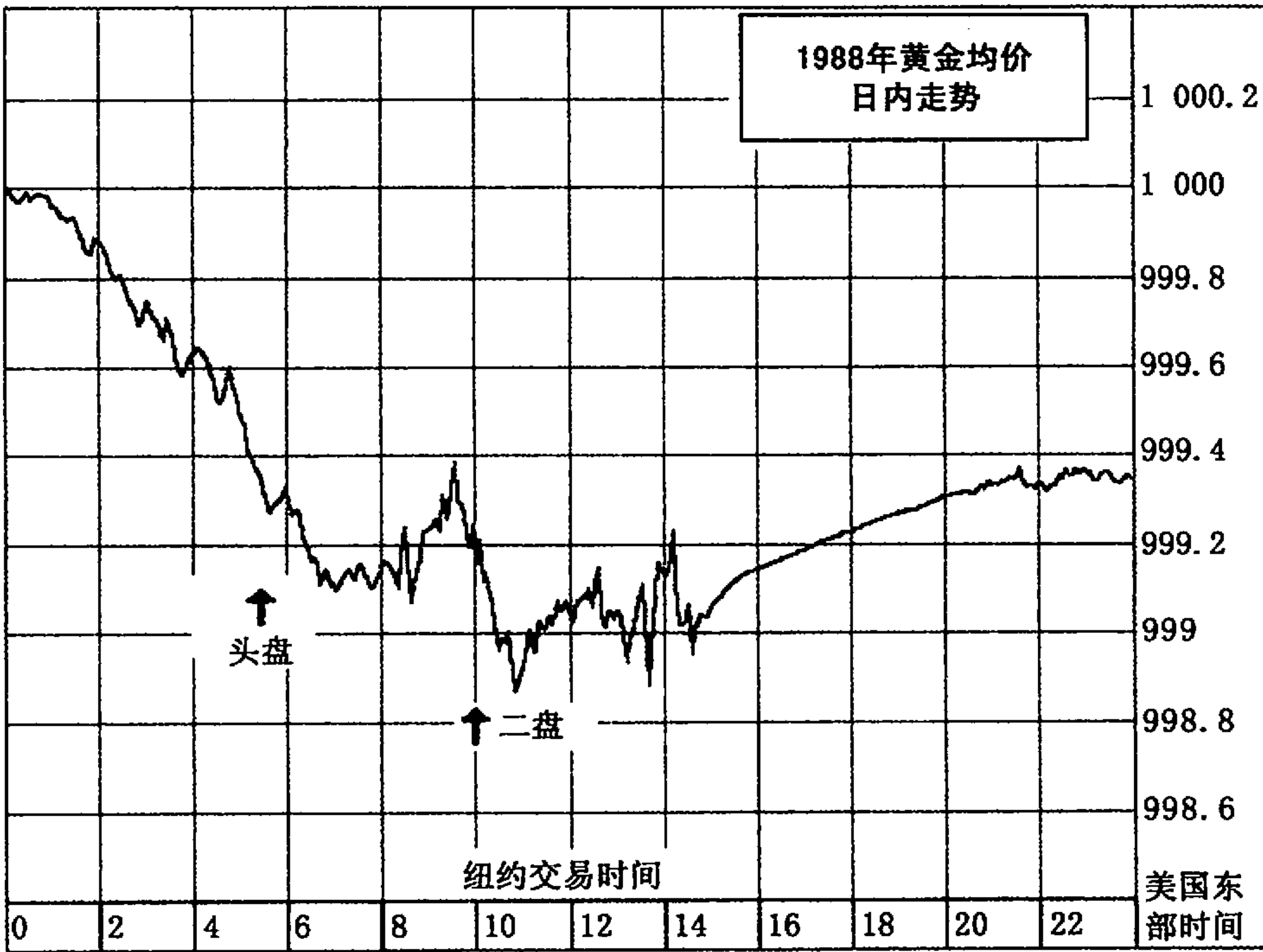
附录一

1. 截至 1993 年 8 月 4 日的黄金日走势。

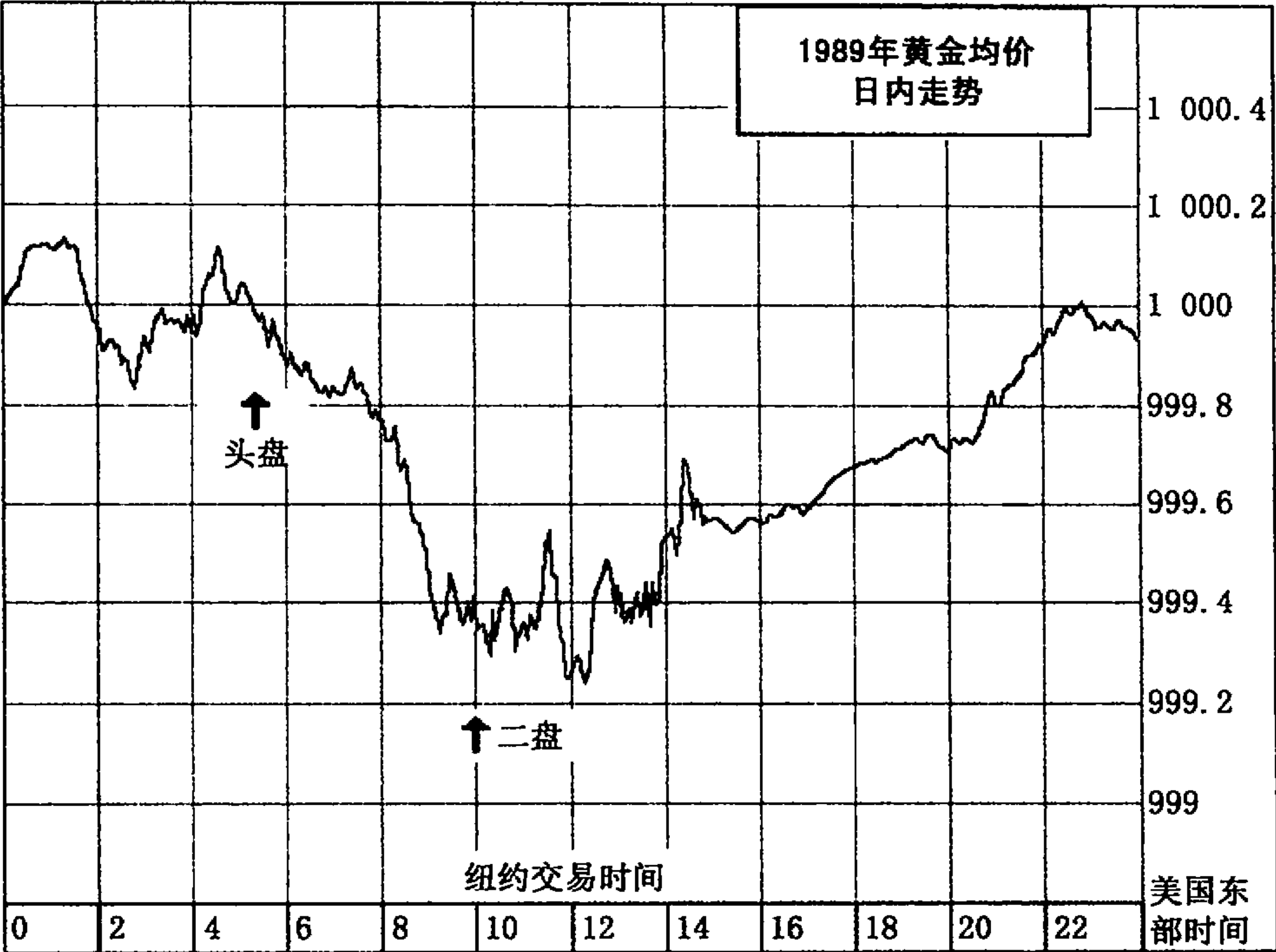


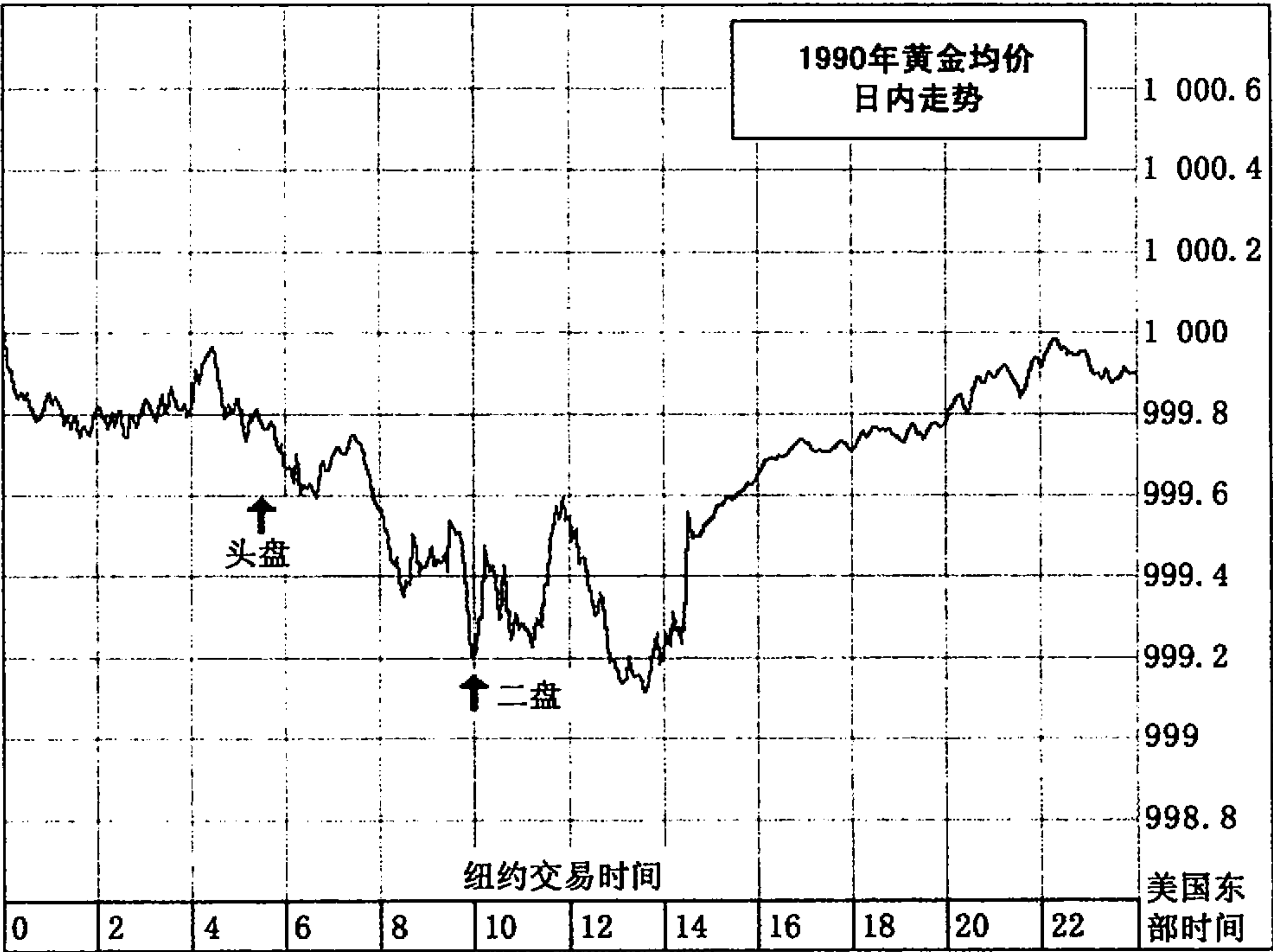
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



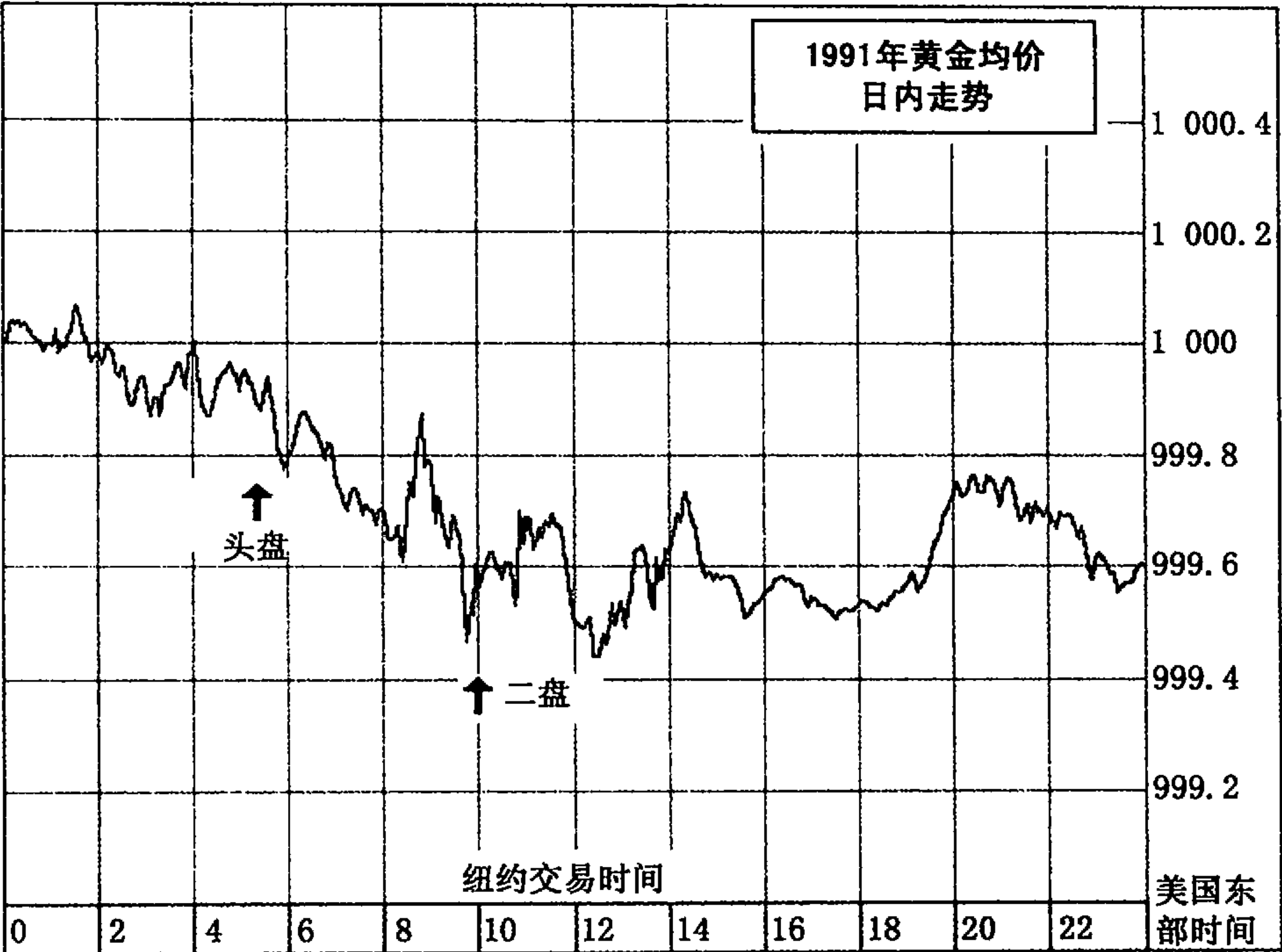


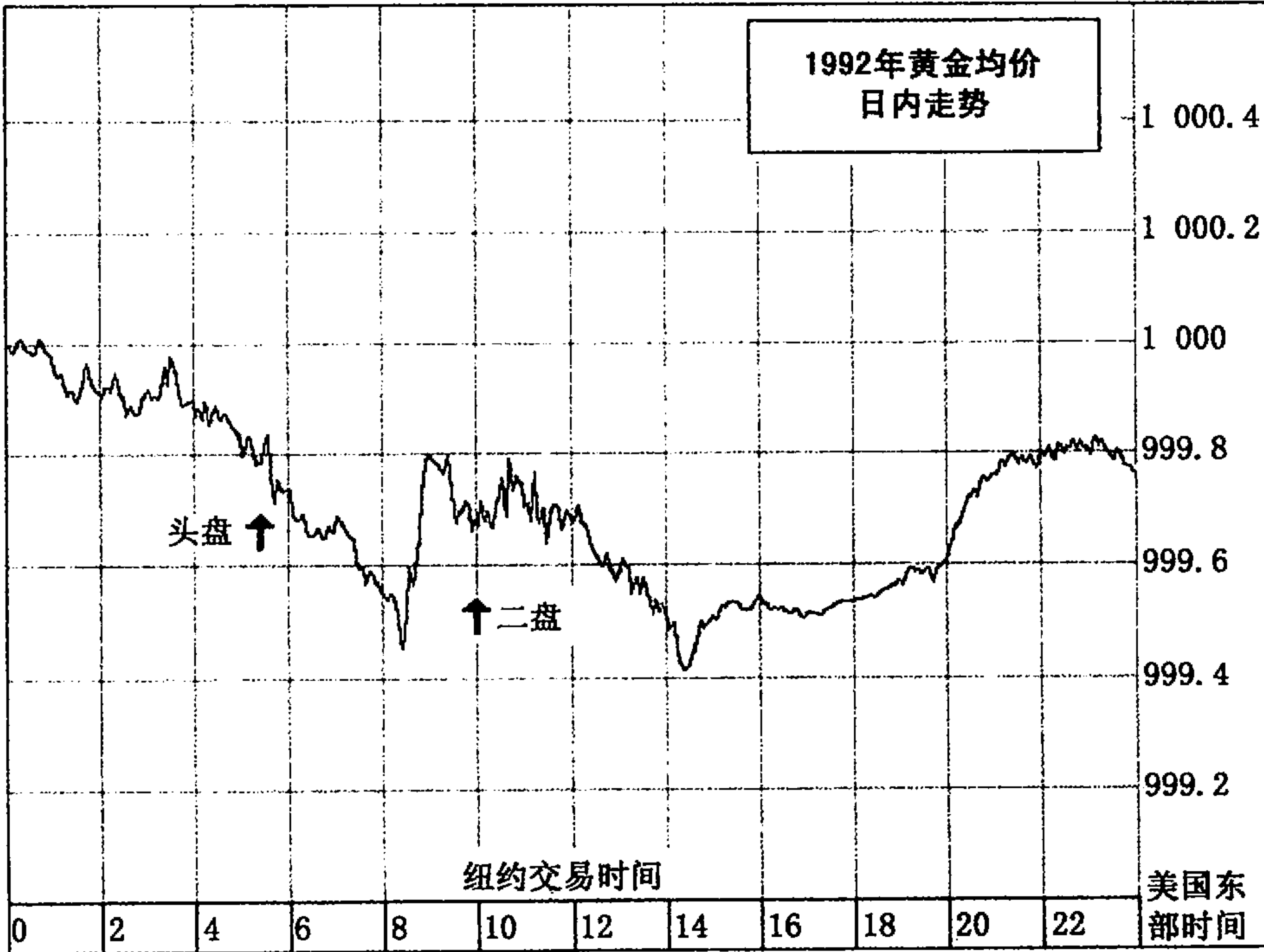
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



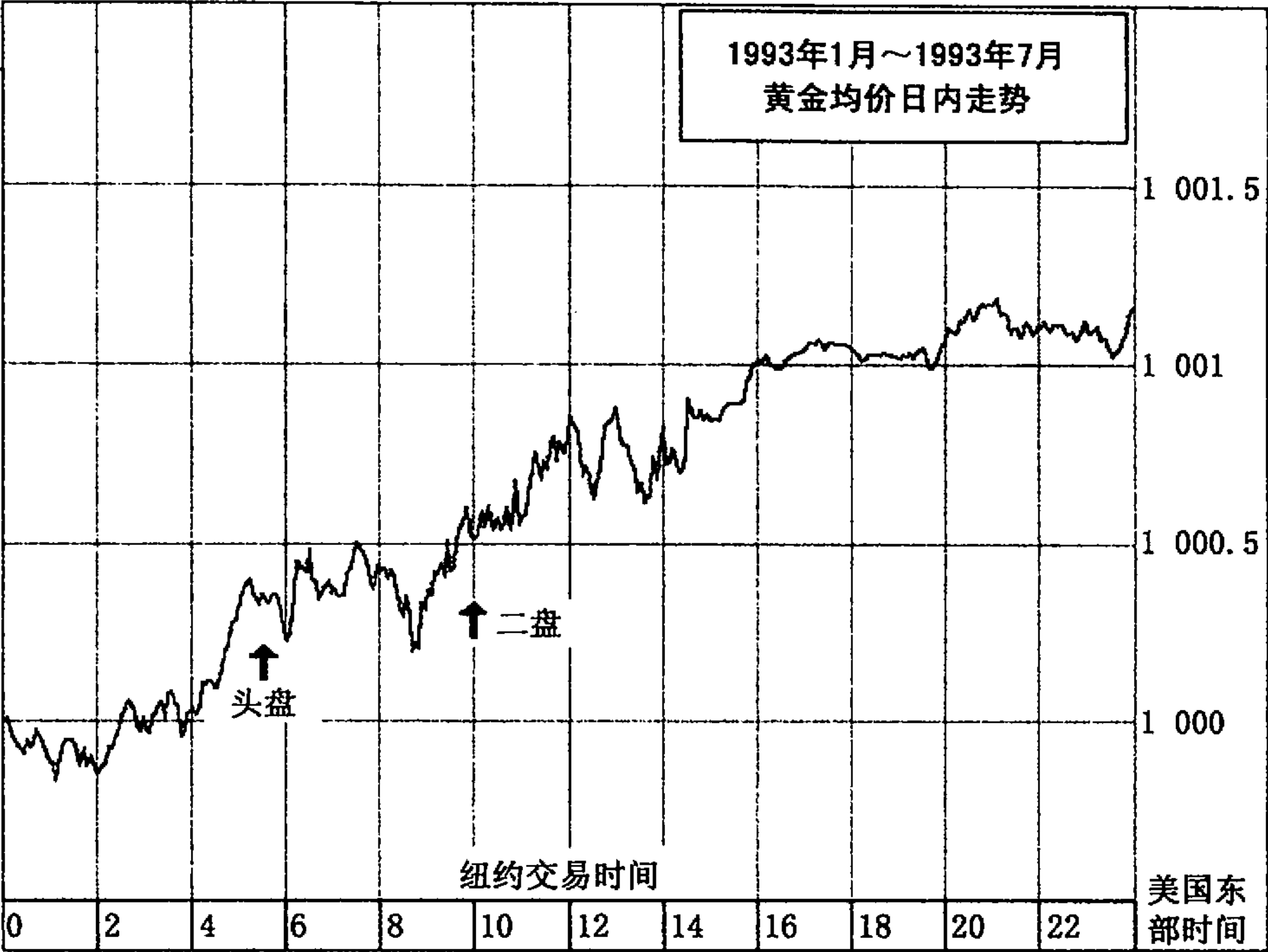


全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

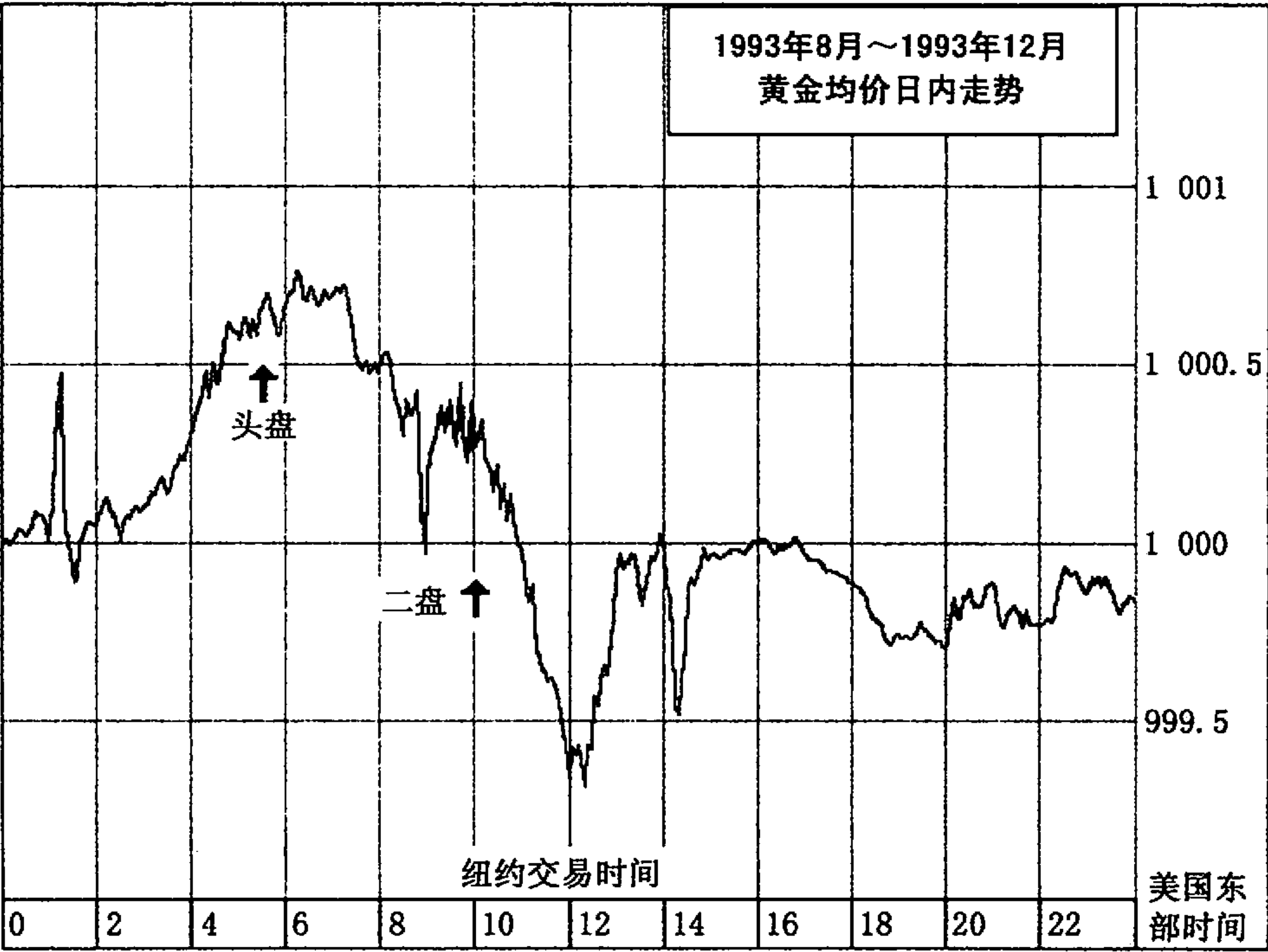




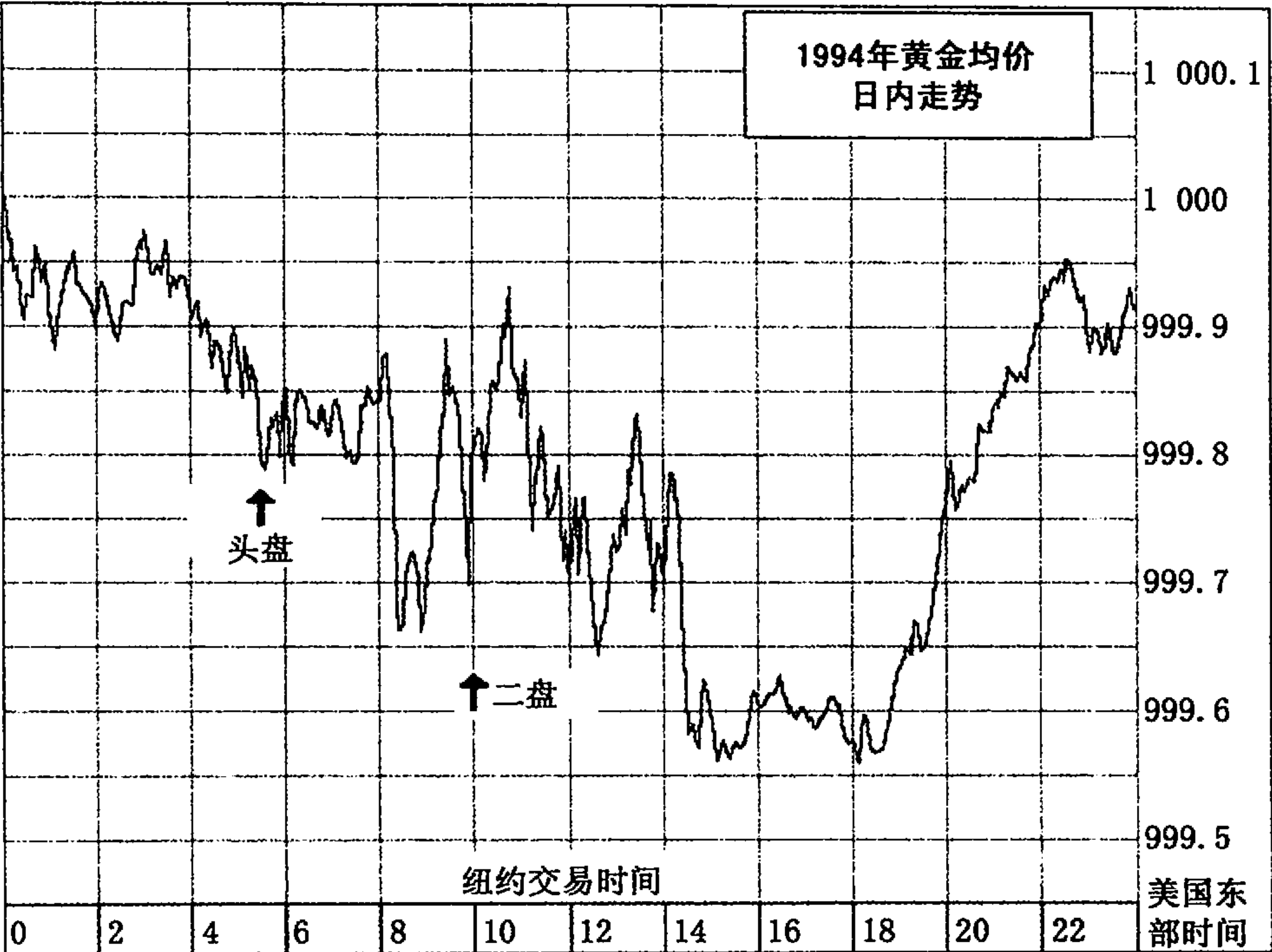
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

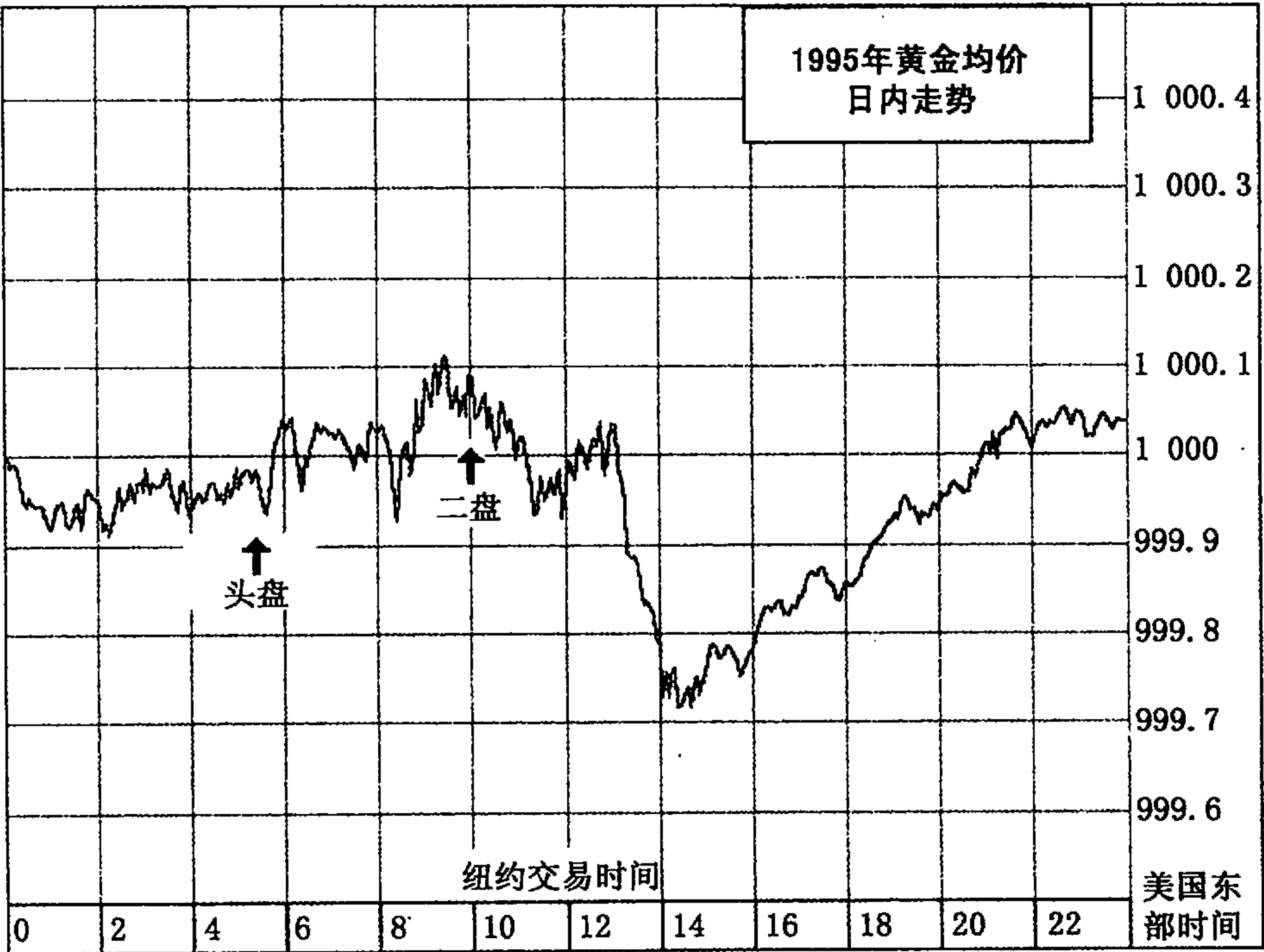


2. 始于 1993 年 8 月 5 日的黄金日走势。

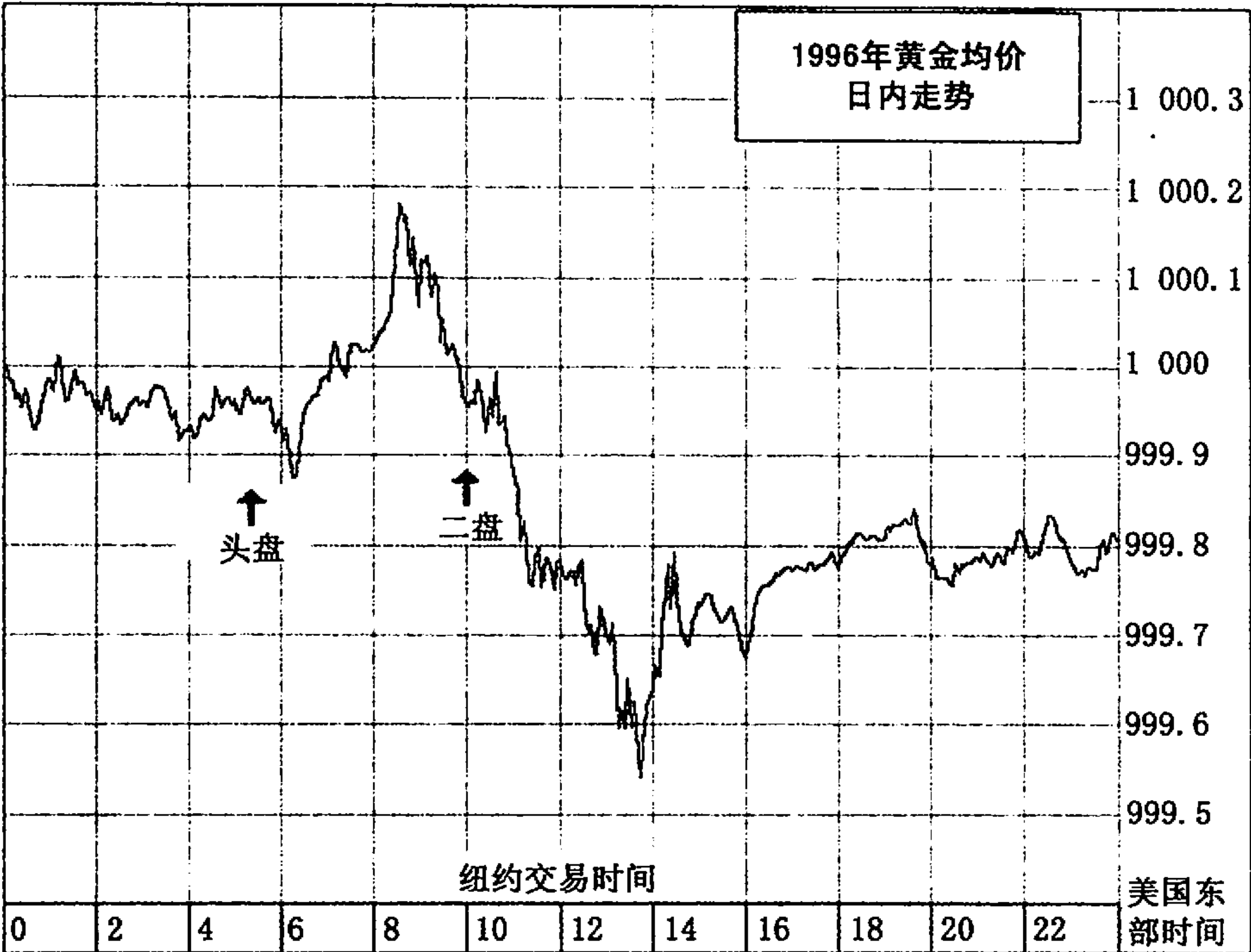


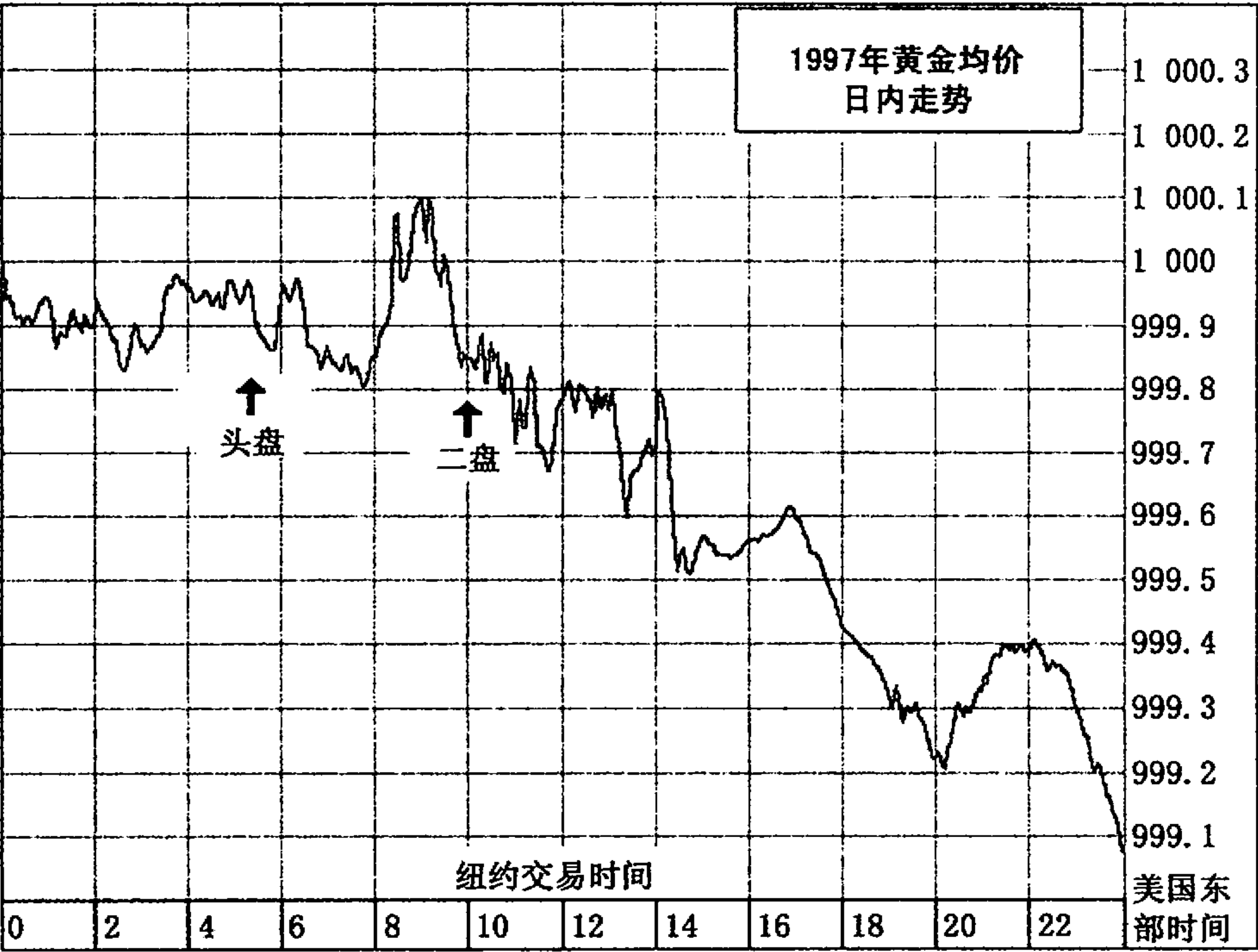
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



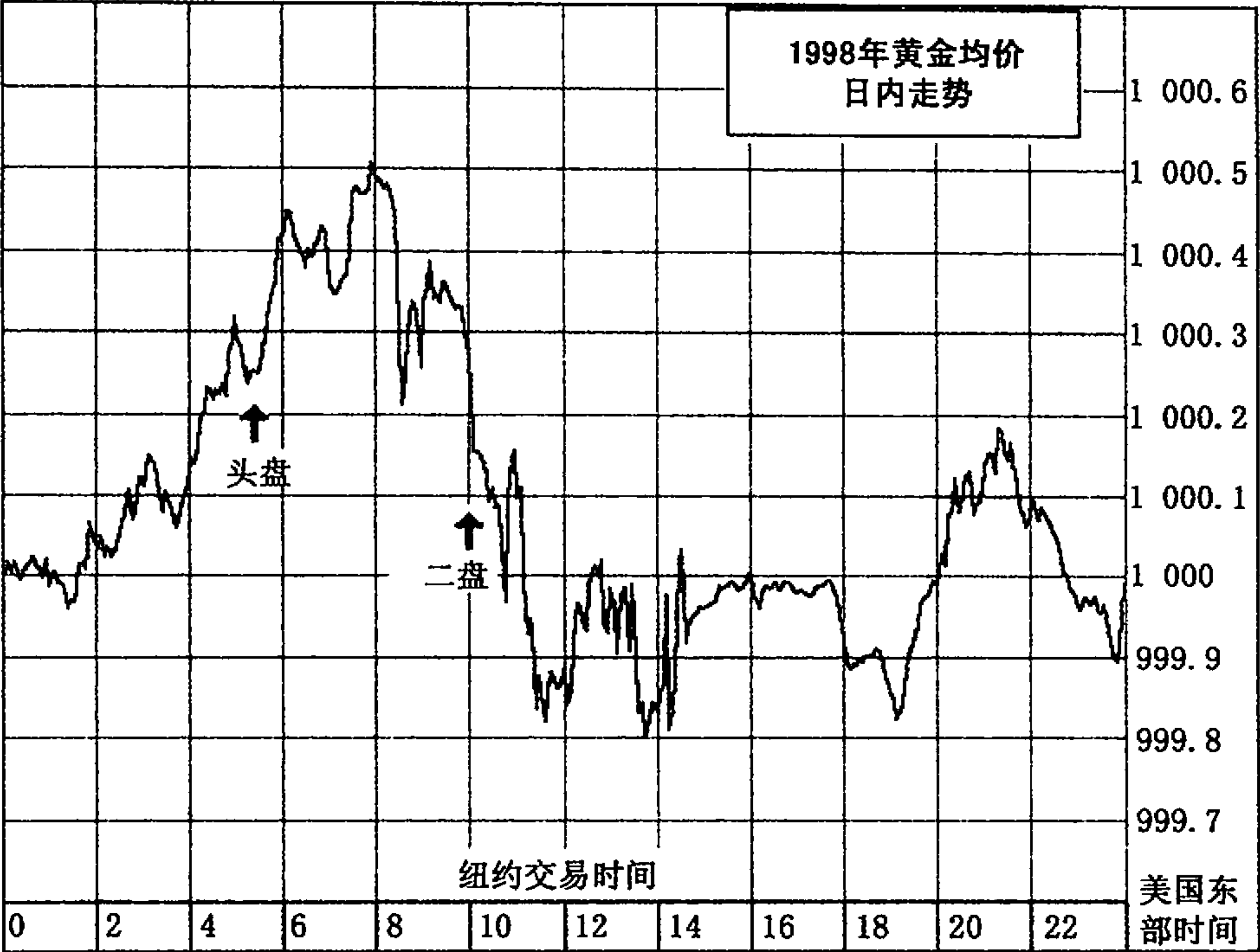


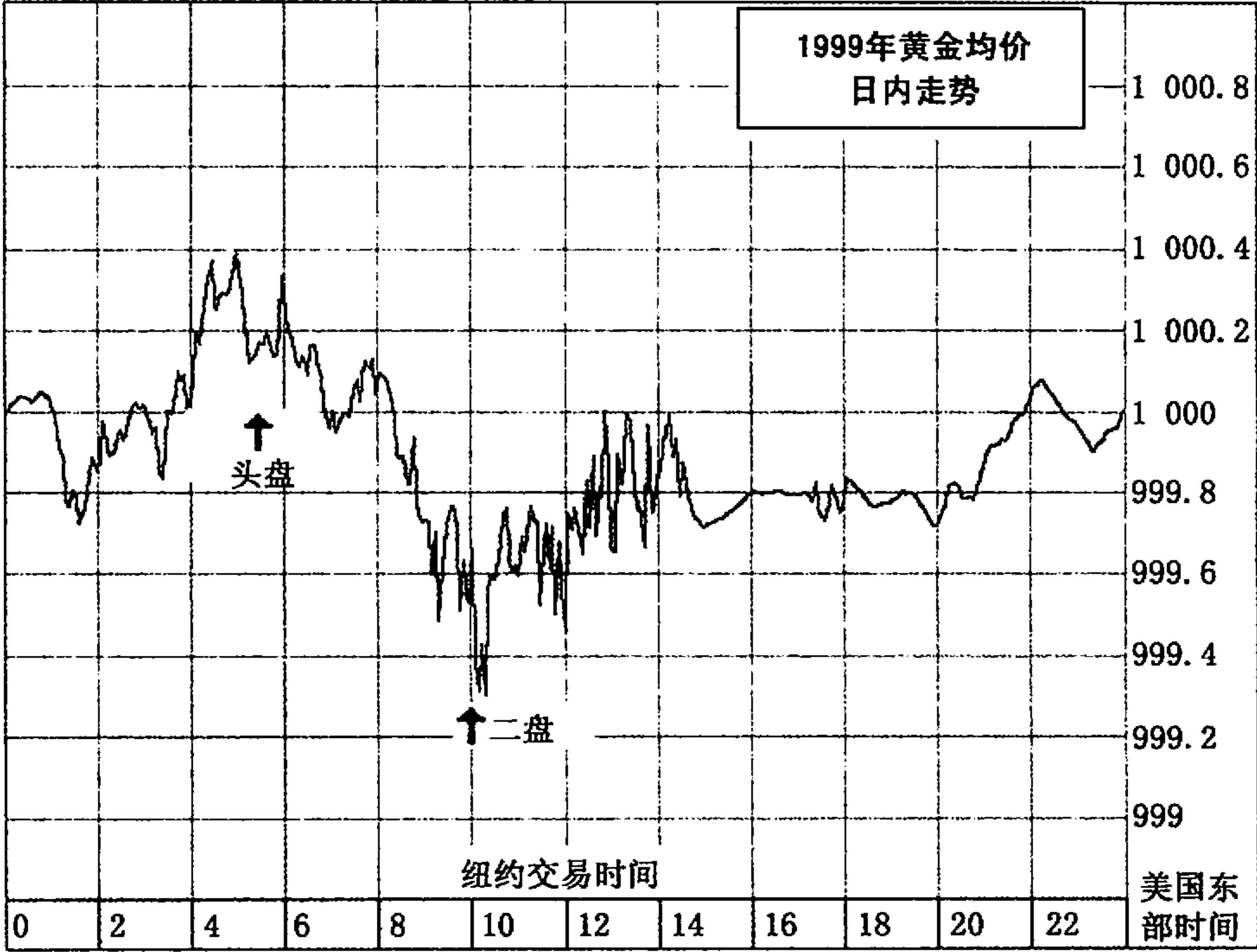
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



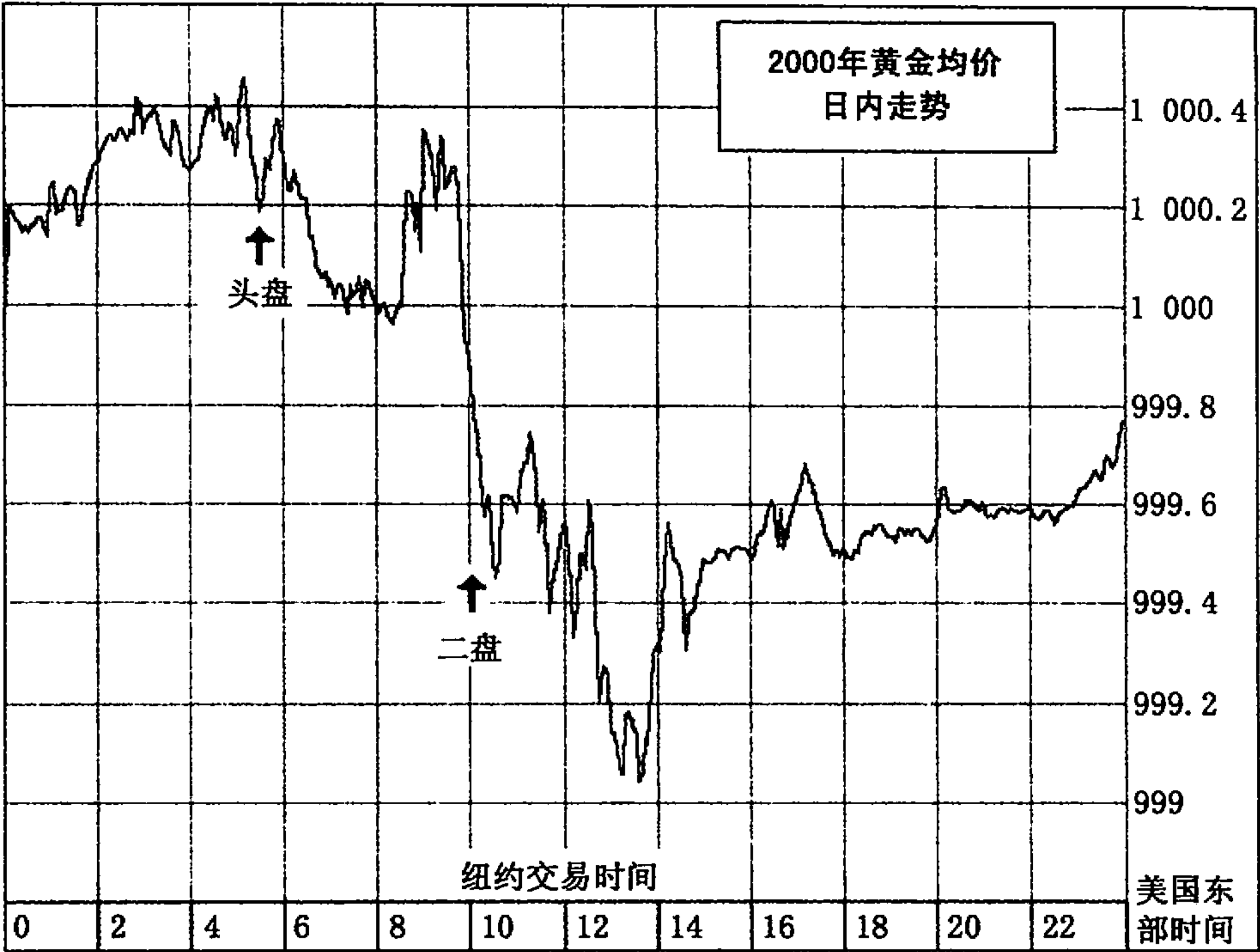


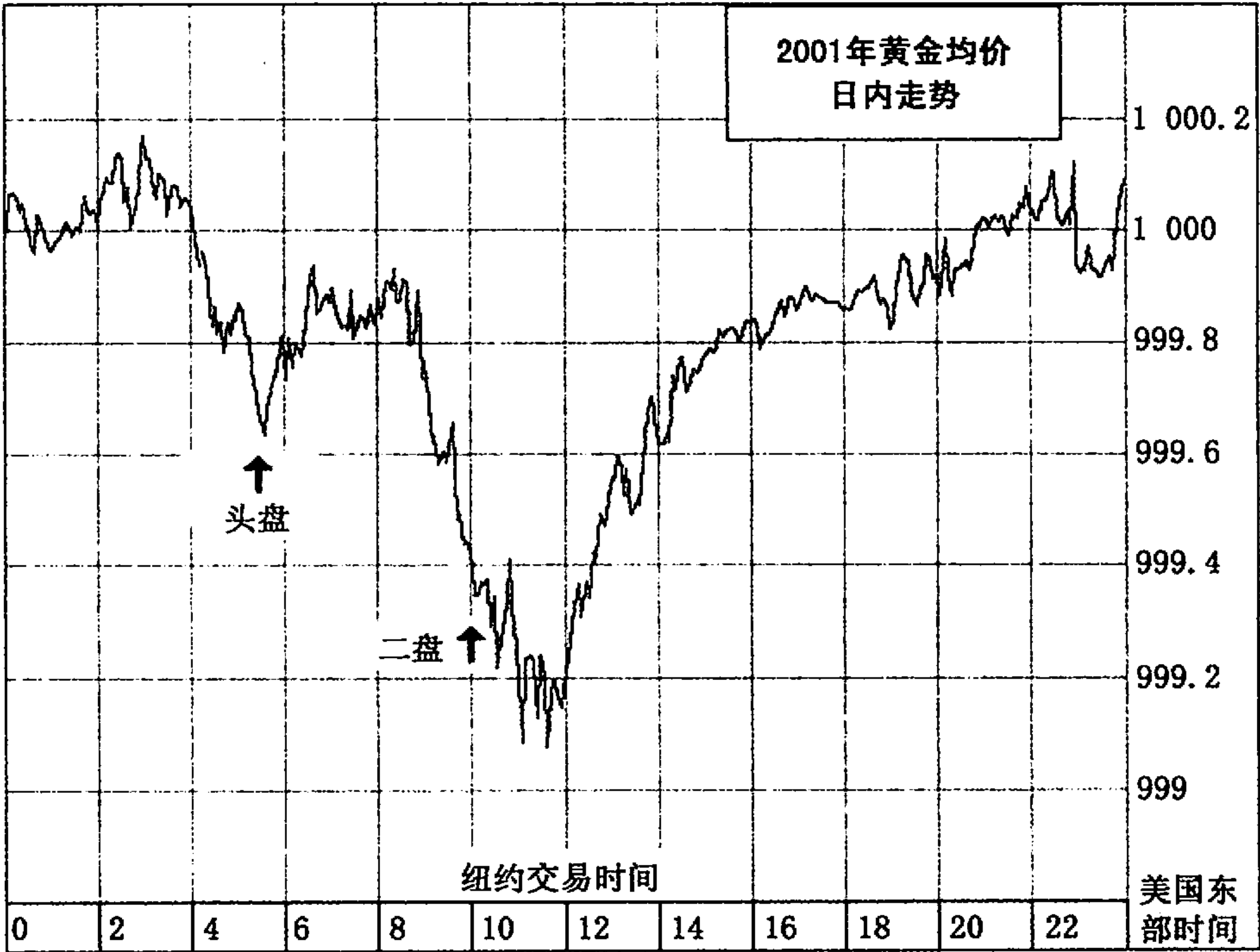
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



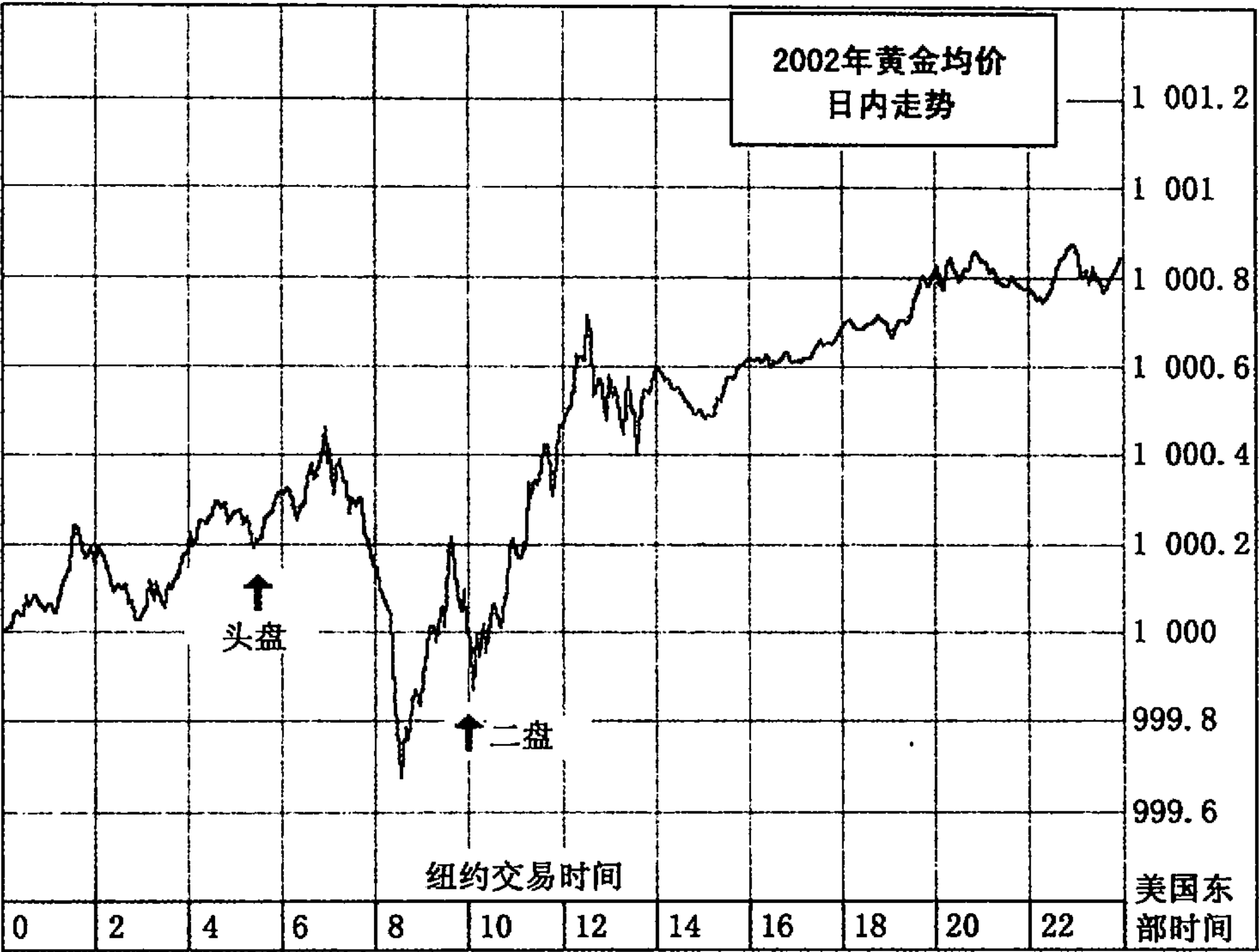


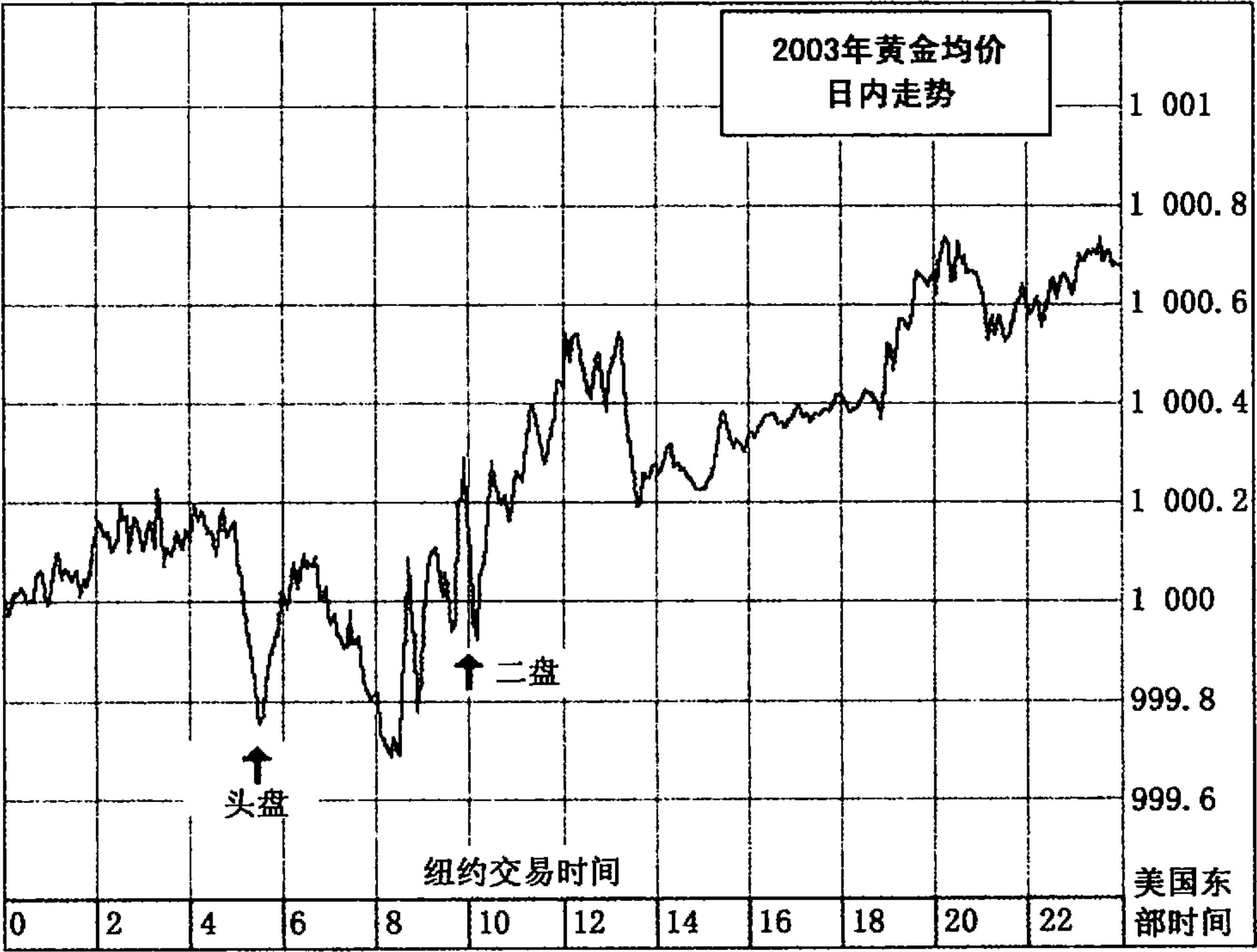
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



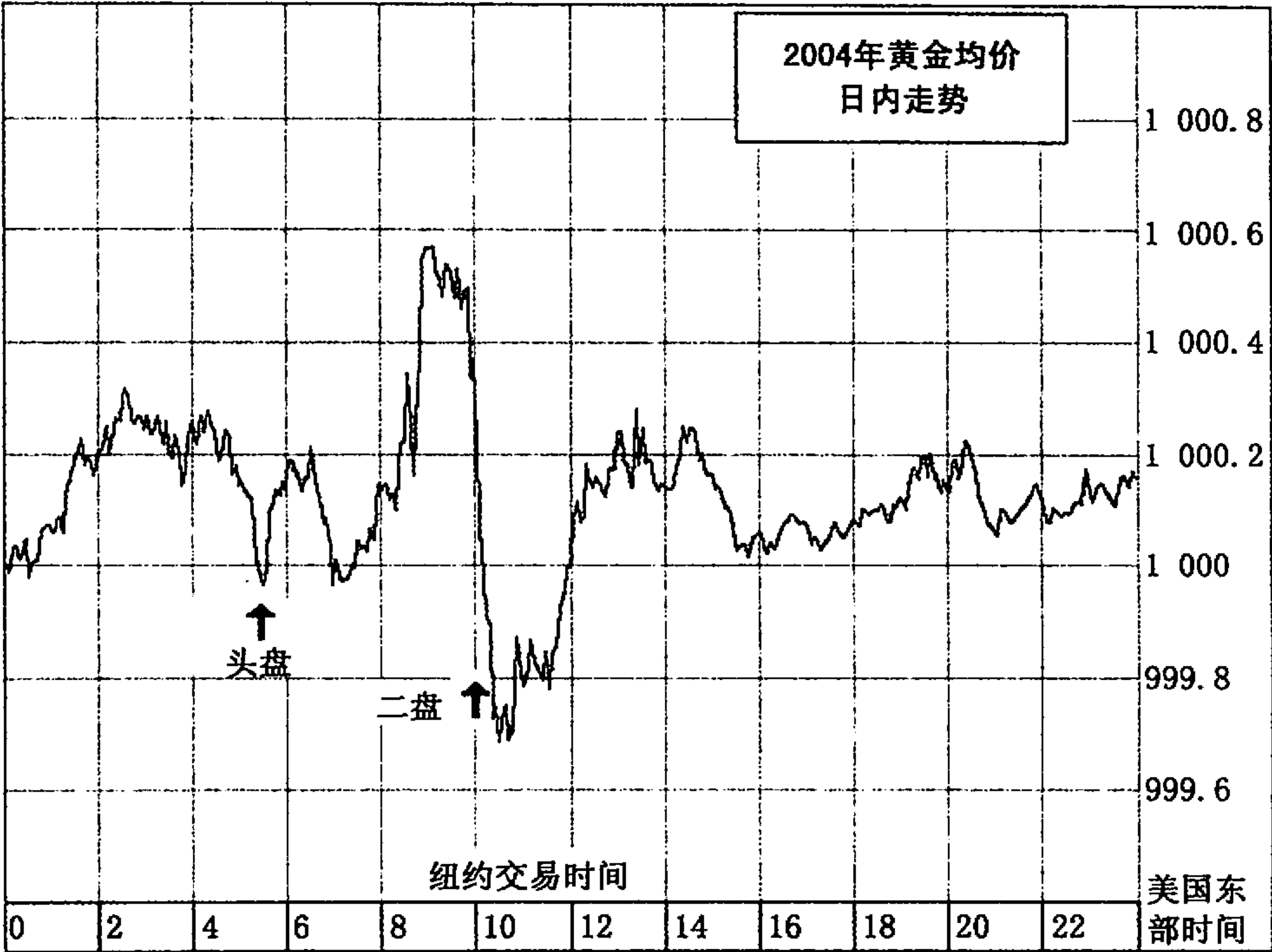


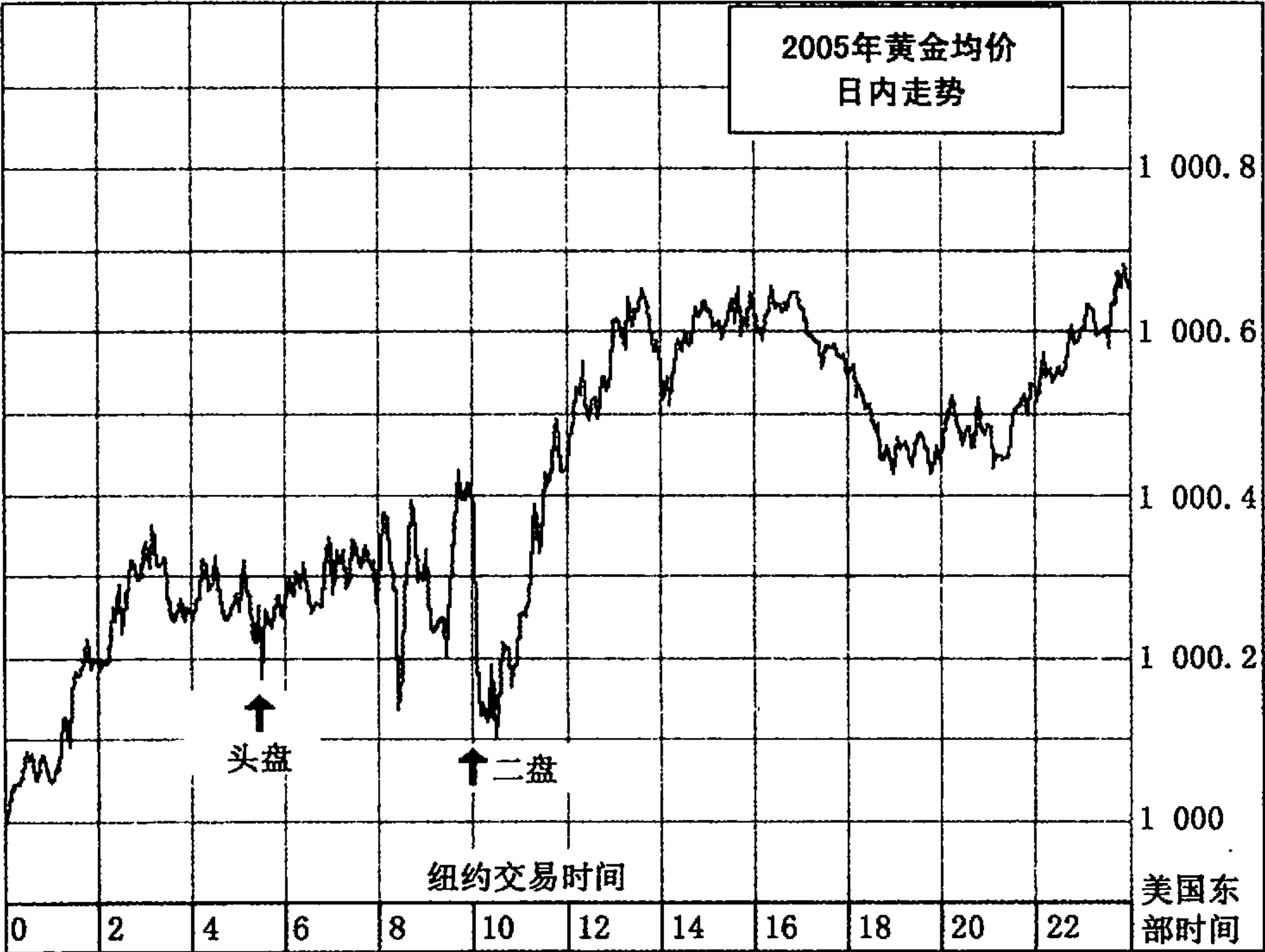
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



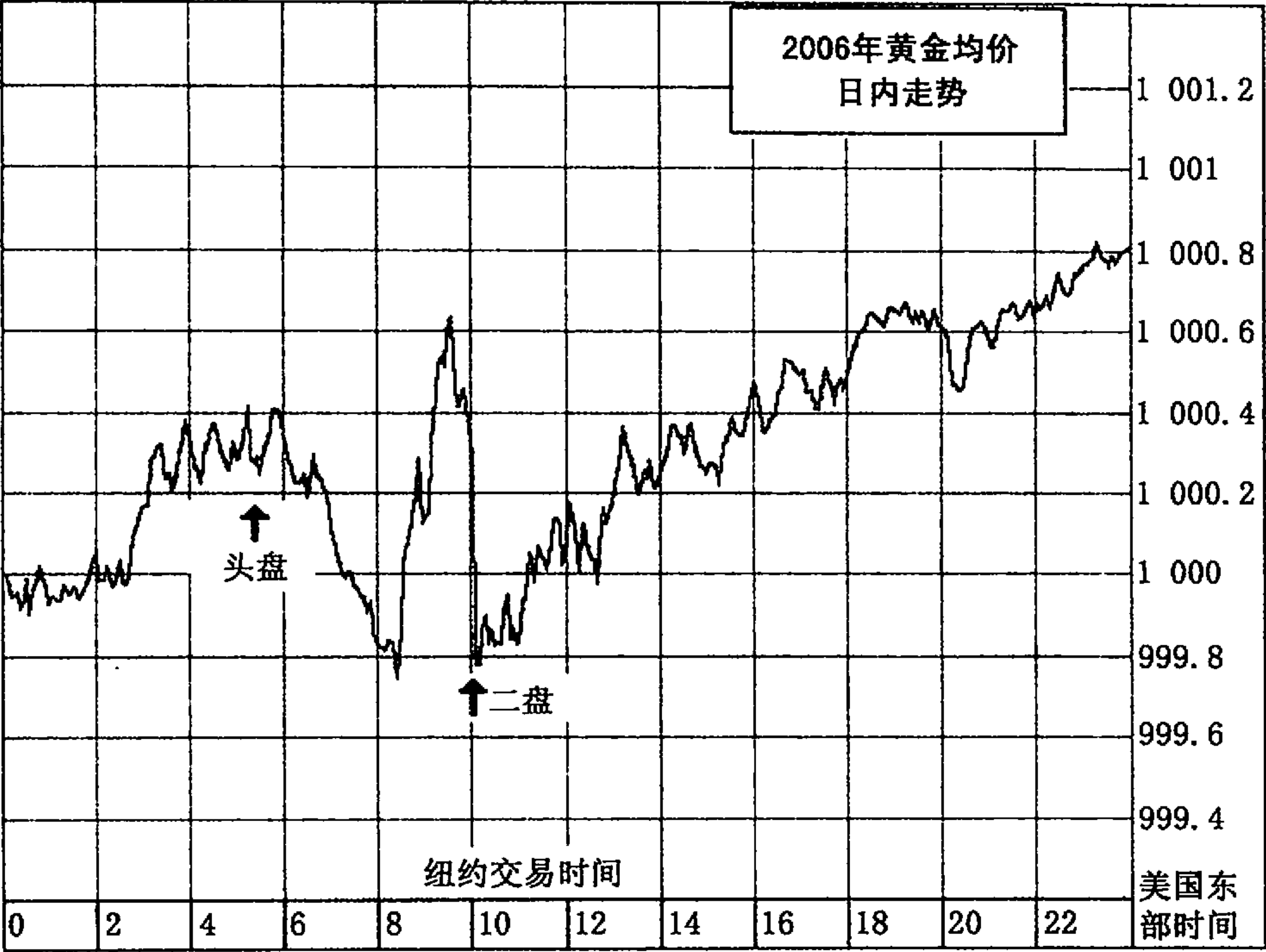


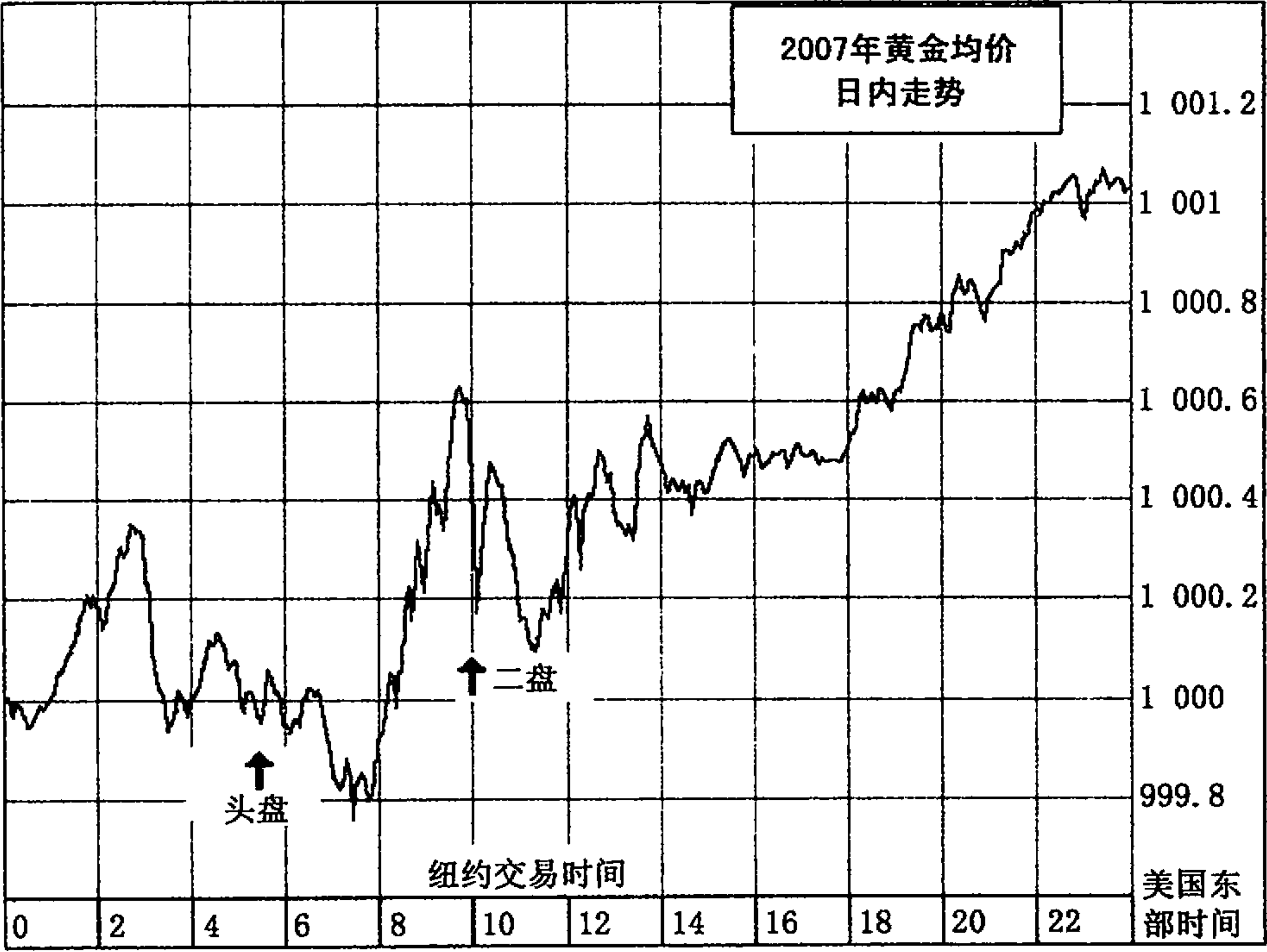
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



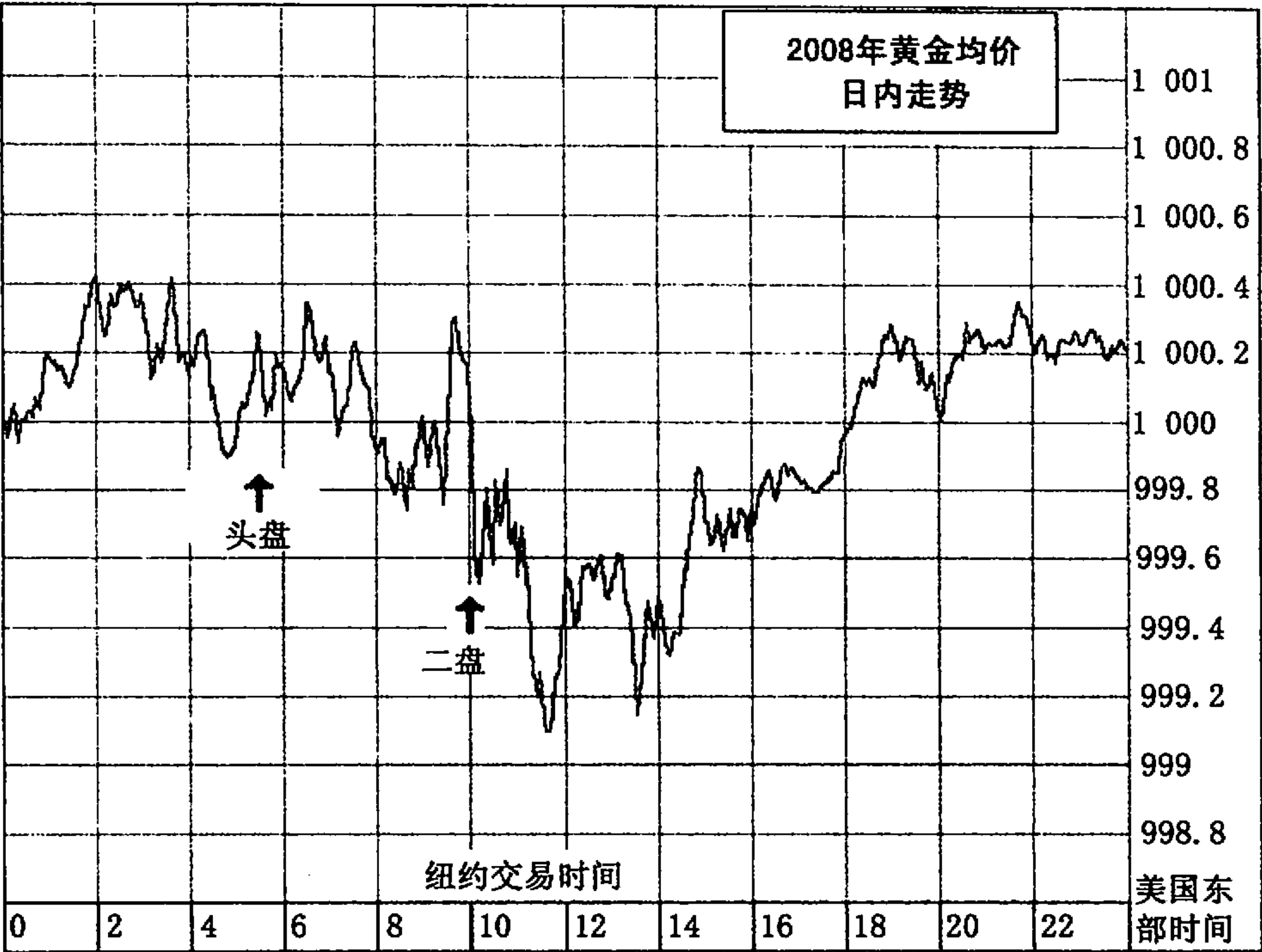


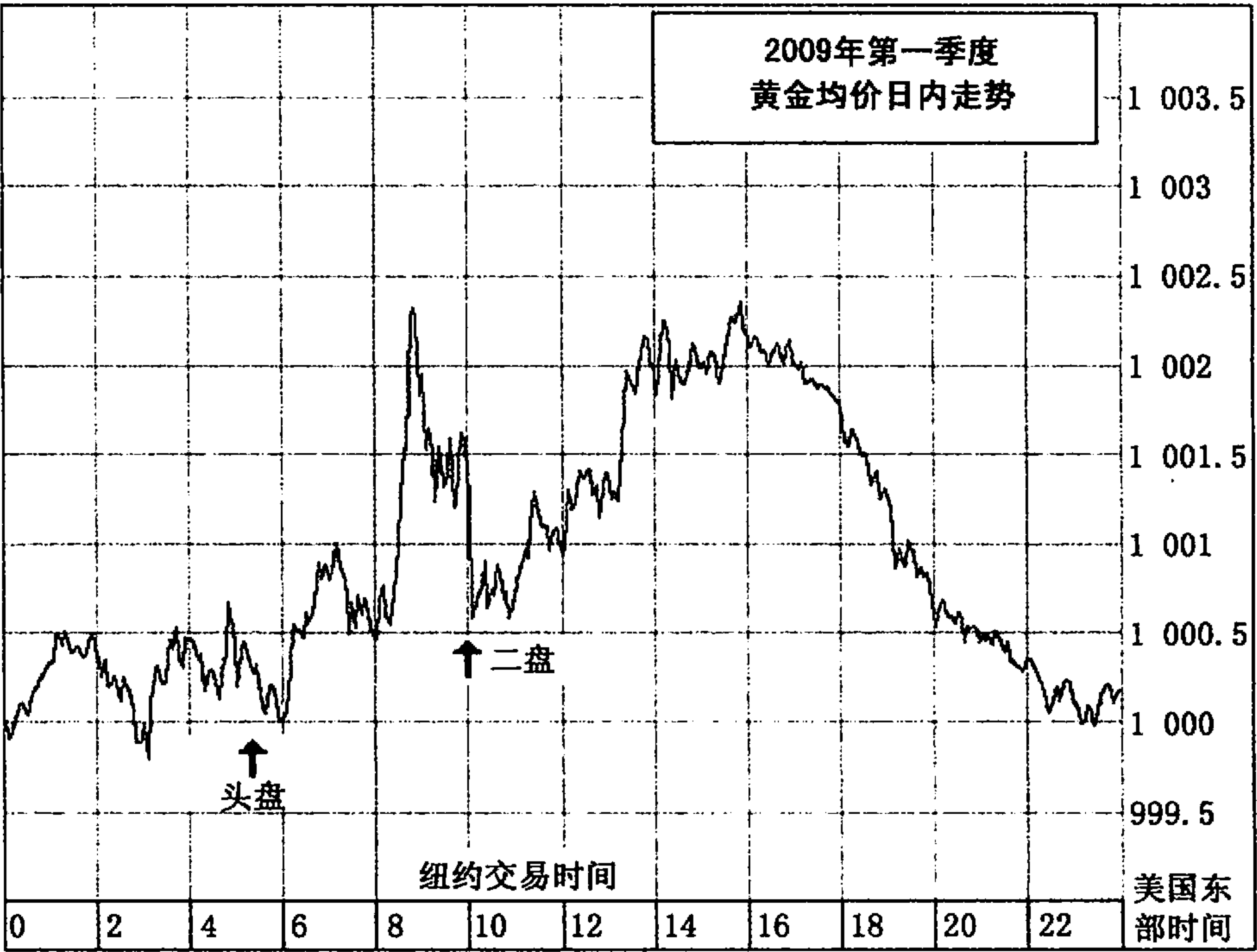
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录二 2007年9月28日德意志联邦银行的一封信

你们关于黄金储备的质疑

尊敬的斯佩克先生，

在黄金储备的管理上，德意志联邦银行只分配了很少的一部分黄金储备给选定银行。借贷的黄金也是根据市场状况波动进行，但也始终保持在个位数的百分比。黄金借贷业务主要在短期领域进行，和参与黄金业务且资信良好的国际化银行进行合作。在这些方面我们无法改变什么，市场上的流言我们因此也无法证实。可以肯定的是，大部分的黄金储备可以马上使用。

祝好

德意志联邦银行
市场运营部
格里普·布雷维斯(Griep Breves)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录三　日内反常现象的衡量

克拉瓦将纽约收盘价和伦敦黄金头盘的差异解释为这是向纽约市场交易期间价格走势的逼近(数学表达为纽约收盘价－伦敦头盘)。相应的，世界其他交易时间的价格走势可以表示为伦敦头盘减去纽约昨日收盘价(头盘－纽约昨日收盘价)。两个表达式相减，就可以得到当日相对价格变动[(纽约收盘价－头盘)－(头盘－纽约昨日收盘价)]。这就构成了纽约价格走势和其他时间价格走势的不同。例如，金价在纽约交易时间内上升 1 美元，而世界其他地方上升了 10 美元，那么纽约金价就相对下降了 9 美元(－9＝1－10)。负值表明，纽约市场的金价相比于世界上其他地方下降了。例子中这种下降很明显，因为纽约上涨仅 1 美元，其他时间却上涨了 10 美元。纽约市场的活动因此弱化了。在 2000 年 4 月的一篇文章中，克拉瓦打算充分利用这种交易活动中的反常现象时，他其实很接近可比较的观点。但是他没有区别各种不同，没有以这个观点作为分析工具，给出独立于长期市场波动且准确到日的数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录四　德意志联邦银行贷出的黄金

为了确定一成比重中贷出的黄金数额，人们必须得考虑总体黄金储备。德意志联邦银行曾经将其部分黄金储备转移给欧洲中央银行及其前身(1999 年以来是 232 吨，之前是 740 吨，当时的总储备量是 3 701 吨)。由于没有直接的证据，对于图 33 我们假设，德意志联邦银行给出了他们的投资界限。10％界限针对的是没有转移给欧洲机构的黄金。

尽管还没有年报，对 2009 年的情况我们也可以猜测。2009 年 7 月，德意志联邦银行针对我是否不会贷出更多黄金的问题做出了回答，称贷出黄金的比重“至多不超过个位数百分比”。从这封信的大意至少可以得知，当时还是在贷出黄金。新的表达，一个多余的词“至多”看似是一个数量在个位百分比之内的线索，准确地说甚至是 0.5％以下(在此基础上，比例本可以简单地说在“个位百分比内”，但 0.5％以下的值不再是个位值，以至于“至多”一词是有意义的)。根据图 33，以 0.25％计就足有 8 吨黄金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录五　世界范围内贷出的黄金

直接方法只是基于纽约市场上拥有的黄金量。但是三个货币发行银行——瑞士、德国和葡萄牙——公布的数值和总体环境却暗示较强的回落。通过考虑其他的因素，我们能相应理解这种走势。我们首先对个别年份值和其他预测结果进行比较。除了那些和套息交易规模相关在一个方向或两个方向明显极端的预测，幸好还有两个时间点估计是依据其他方法进行的。在 1993 年末这个时点，可以根据英国央行的调查做出估计。它不包括整个市场，数值通过外推位于 3 000～4 000 吨之间。根据"纽约"方法估计，数值接近 4 000 吨，1993 年末时点值在这个估计范围内(但仍然高于实际上较低的数值)。世纪之交处有另一个估计值，它和套息交易有关，不在任一方向上偏离很多，估计值为 7 000 和 6 000 吨。其一是 2000 年 4 月大通曼哈顿的丁萨·梅塔(Dinsa Mehta)介绍的——网址是 www. goldensextant. com / Complaint. html；另一个是同一时间由杰西·克罗斯(Jessie Cross)调查得出的；三井的安迪·史密斯(Andy Smith)得出类似的结论(www. gata. org/ files/GDBC_Report. pdf)。最高点是基于储备量方法得出的值 8 000 吨，也在这个估计的范围下(但是过高)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除了这些锚点，我们还关注变动趋势。按照以纽约储备量为基础的方法，我们假设保险箱之间有一个恒定的比例关系。1980 年之前的几年纽约储备量小幅下降，与总量的下降幅度不相匹配。人们猜测各种各样的原因(因为随着 1971 年金本位的废除，这个区位的重要性降低了)。可以想见，这种趋势在 1980 年以后就停止了，导致轻度夸张贷出额。2001 年以后减少贷出黄金量使得上述作用更加明显，因为可能不成比例的许多黄金回流到纽约。

相反还有一个很大的未知事项，即美国贷出的黄金量。线索显示，美国黄金通过外汇平准基金(ESF)贷出(参见“谁在干预”一章)。只要美国的黄金从美国的保险箱中被贷出去(不是对其他国家的掉期交易)，以海外黄金运动为基础的方法就不能使用。很多可能出现的扭曲只在它们的方向上是为人熟知的，但部分是相互冲突的，因此可能中途废止了。由于刚刚提到的锚点并非精确，我们无法给出准确的表述，因此基于纽约储量得出的曲线也可以作为基本准确的描述，只要其是前后一致的，并且包含美国的黄金(没有可信赖的美国直接贷出黄金量的线索)。需要留心的是：这里说到的方法，绝非尝试直接理解借贷。

对曲线进行调整的时候，我们尝试考虑以上(不确定)因素。考虑到边界点和变化的趋势，我们得到更明显变动的曲线。第一个锚点是 1993 年，英国中央银行通过扩展估计得到的较低的值(3 000 吨)。以 1980 年以前就出现的纽约黄金减少的趋势为根据，这和我们使用方法得到的“出错点”一致。世纪末我们取值 7 000 吨(进一步假设，最高值出现在 2001 年)——估计 2008 年为 4 000 吨。后者暗示黄金借贷头寸业务停止期间纽约黄金的减少。该值也更与德意志联邦银行和瑞士国家银行借贷量的明显下降匹配。

恰恰是目前的值表现出很大的不确定性。原因是：该方法使得错误在几年的时间里不断增大，曲线的“出错点”(和纽约储存地位的下降有关)不为人知(可能真正的扩大是在黄金借贷头寸的平仓)，没有给予调查相对可靠的基础。个别的例子，例如瑞士国家银行让人们认为更多的出借回购是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能的,因此出现 2008 年较低的真实值。

保守的估计接近 2 000 吨。黄金反垄断行动委员会(GATA)的主席比尔·墨菲预计贷出量超过 15 000 吨,几乎是这里估计值 4 000 吨的 4 倍。根据现有的信息很难说清,在价格不断上涨的条件下,还有多少套息交易,以及结束这种交易有多困难。

调整曲线时使用的是边界值,相比于直接根据纽约储备量算出的值,1993 年和 2001 年要少 1 000 吨,2008 年要少 2 000 吨。这就构成了第二条调整之后的曲线。他们之间的路径经过了调整。